

§ 11 Institutionelle Investoren als aktive Aktionäre

I. Veränderungen der Aktionariatsstrukturen und deren Folgen

1. Konzentration des Aktionariats und das Problem der kollektiven Aktion

Aktive Aktionäre sind mit dem Problem konfrontiert, dass ihnen die Früchte ihrer Anstrengungen nur teilweise zu gute kommen, da die Überwachung des Management eine Art öffentliches Gut¹ darstellt und auch ritthretfährende passive Aktionären von diesen Aktivitäten profitieren können. Abgesehen von finanzkräftigen Individuen verfügen nur institutionelle Investoren² über die *notwendigen finanziellen Ressourcen*, das Problem der kollektiven Aktion³ zu überwinden und als gewichtige aktive Aktionäre aufzutreten. Blockaktionäre verfügen aufgrund der Grösse ihrer Positionen nicht nur über eine gewisse Stimmkraft, sondern sind auch in der Lage, zumindest einen lohnenden Teil des Nutzens ihrer Anstrengungen selbst zu ernten. Überwachungsaktivitäten sind mit *Skalenerträgen* verbunden⁴, die es für institutionelle Investoren mit grossen Aktienpositionen rational erscheinen lassen, eine aktive Aktionärsrolle zu spielen. Die Konzentration des Aktienbesitzes in der Hand grosser institutioneller Investoren erscheint auf diesem Hintergrund als eine zentrale Voraussetzung, um das Problem der kollektiven Aktion der Aktionäre zu entschärfen⁵. Es ist

¹ COFFEY (1991b) 1285; ROCK (1991) 454.

² Zu den institutionellen Anlegern können alle grösseren Kapitalsammelstellen (Investmentgesellschaften und Anlagefonds, Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften etc.) gezählt werden (vgl. DEBEKER, 1998, 204f.).

³ Siehe § 6.1.2.

⁴ Vgl. auch ROCK (1991) 465. Skalenerträge können teilweise auch exponentiell wachsen (vgl. BLACK, 1990a, 589ff.; BLACK, 1992b, 822). Skalenerträge können auch dadurch entstehen, dass eine aktive Aktionärsrolle für das Management anderer Unternehmen ein gewisses Dropoutpotential enthält (ausführlich BLACK, 1992b, 839). Die Kosten aktiver Aktionäre sind vielfach *Fixkosten*, die zudem den Charakter von versunkenen Kosten (sog. «sunk costs») haben (ROCK, 1991, 466). Nach ROCK (1991) 460, lassen sich folgende *Kontrollkosten* unterscheiden: Organisationskosten der Aktionäre; Kosten der Überwachung der Performance des Managements; Kosten einer Durchsetzung der Präferenzen der Aktionäre und private Kosten, die für die Bereitstellung des öffentlichen Gutes Kontrolle aufgewendet werden müssen (z. B. die Kosten von Pressenversuchen des Management auf einzelne aktive Aktionäre).

⁵ Eine formale spieltheoretische Herleitung dieses Phänomens bietet ROCK (1991) 454ff., der auf die Konzentration «as critical factor» im Zusammenhang mit dem Problem der kollektiven Aktion hinweist.

deshalb wohl kaum ein Zufall, dass der «*shareholder activism*»⁶ institutioneller Investoren, wie er sich insbesondere in den USA⁷ und in Grossbritannien⁸ seit der zweiten Hälfte der achtziger Jahre beobachten lässt und wie er seit einigen Jahren auch erfolgreiche Exponenten in der Schweiz⁹ gefunden hat, mit dem *überproportionalen Wachstum des von institutionellen Investoren gehaltenen Aktienanteils* zusammenfällt.

2. Abbau regulatorischer Hemmnisse für aktive Aktionärsstrategien

Die jüngere amerikanische Rechtslehre hat sich intensiv mit der Frage auseinandergesetzt, warum Aktionäre lange Zeit eine *passive Strategie* einer aktiven Aktionärsrolle vorgezogen haben, obwohl letztere mit übernormalen Renditen verbunden sein kann¹⁰. Zum einen wird die geringe Einflussnahme institutioneller Investoren auf die Überregulierung zurückgeführt, die grosse Investoren zur *Passivität gezwungen* hat oder immer noch zwingt¹¹. Zu den rechtlichen Vorschriften, welche die institutionelle Investoren an einer aktiven Rolle hindern, zählen beispielsweise Normen, die eine sehr weitgehende und ökonomisch nicht

⁶ Die Betrachtung beschränkt sich in diesem Rahmen ausschliesslich auf Aktionäre, die eine Steigerung des Shareholder Values bzw. der Vermögenswerte der Aktionäre anstreben. Bestrebungen der Aktionäre, die auf die Interessen der Stakeholders bzw. das öffentliche Interesse ausgerichtet sind, werden aus den in § 5 II. 4. genannten Gründen ausgeklammert.

⁷ Übersichten über den Aktienanteil institutioneller Investoren und den wachsenden «shareholder activism» in den USA finden sich bei CONARD (1988); HU (1990) 374; BLACK (1990a) 567ff.; ROCK (1991) 447ff.; BLACK (1992a) 917; BRANCATO (1991); RUPNER (1999) 312. Zum Aktienanteil institutioneller Investoren vgl. auch RUPNER (1999) 312. Eine Reihe von Studien vergleicht die Überwachung- und Befehlsstrukturen in den USA mit denjenigen in *Deutschland* und *Japan*, die durch die hohen Blockpositionen der deutschen Banken und Versicherungen bzw. das auf Konsens und Kooperation ausgelegte Monitoring der japanischen Keiretsu charakterisiert sind (vgl. PROWSE 1990; AOKI 1990; BURBAUM 1990; ROE 1991; COFFEY 1991; LIPTON/ROSENBLUM, 1991, 219; CHARKHAM (1994); KANDA (1998); MACEY (1998); PRATGE (1998); SCHROEDER/SCHRAEDER (1998); WENGER/KASERER (1998a, 1998b); HOPT (1998). Vgl. auch FRANK/MAYER (1990) für einen Ländervergleich Frankreich, Deutschland, Grossbritannien.

⁸ Vgl. CHARKHAM (1988, 1989); ROCK (1991) 449. In Grossbritannien sind rund 60% aller Aktien im Besitz von Pensionskassen.

⁹ In der Schweiz sind es in erster Linie Beteiligungsgesellschaften, die sich als aktive Aktionäre verstehen. Dazu zählen bzw. zählen – je mit anderen Zielsetzungen und Formen der Einflussnahme – u.a. folgende börsennotierte Gesellschaften: Assesa, Paragesa, die inzwischen liquidierte BBindustrie sowie die Visionen der BZ-Gruppe. Zum überproportionalen Wachstum der institutionellen Vermögen in der Schweiz vgl. die Studie der Bank Julius Bär, «Institutionelle Anleger in der Schweiz», Juni 1994.

¹⁰ Vgl. CONARD (1989); DENT (1989); HU (1990); GRUNDBEST (1990); ROE (1990, 1991); COFFEY (1991); ROCK (1991); BLACK (1992a, 1992b); MACEY (1998).

¹¹ Ausführlich BLACK (1992b) 822ff.

mehr zu rechtfertigende Diversifikation vorschreiben¹². Eine aktive Kontrolle wird auch durch Regeln verteuert, welche die Kommunikation zwischen Aktionären im Rahmen von «proxy contests»¹³ erschweren oder gar verunmöglichen. Ein ähnliches Hindernis stellen gesellschaftsrechtliche Normen dar, die dem Management die Möglichkeit einräumen, die Traktanden bei «proxy contests» festzulegen (Problem der sog. «agenda manipulation») und unterschiedliche Abstimmungsverschlüsse zu kombinieren («bundling») etc.¹⁴. Die umfangreiche Kritik in der amerikanischen Rechtslehre hat dazu geführt, dass die teilweise einschneidenden Vorschriften für «proxy contests» partiell gelockert wurden. Entsprechend haben sich auch die Kosten aktiver Aktionärsstrategien reduziert¹⁵.

3. S. Sachwalterprobleme und Interessenkonflikte auf der Ebene der institutionellen Investoren

Die Passivität der institutionellen Investoren lässt sich neben rechtlichen Hemmnissen auch auf Sachwalterprobleme und falsche Anreizstrukturen auf der Ebene der institutionellen Investoren erklären. *Venueholder von Pensionskassen*, die eng mit einer Unternehmung verknüpft sind, sehen sich von Seiten ihres eigenen Management vielfach unter einem starken Druck gesetzt, von einer aktiven Aktionärsrolle Abstand zu nehmen¹⁶. Es ist deshalb aufgrund der Struktur der beruflichen Vorsorge in den USA nicht weiter erstaunlich, dass sich insbesondere *öffentliche Pensionskassen* als aktive Aktionäre etabliert haben, die keinem direkten oder indirekten Druck durch das Management ihrer Unternehmung ausgesetzt sind¹⁷. Anfällig für Druckversuche seitens des Management sind insbesondere auch Versicherungen als gewichtige Gruppe der institutionellen Investoren¹⁸. Das weitgehende Verbot performanceorientierter (langfristiger) Entlöh-

nungssysteme¹⁹ und die auf kurze Intervalle ausgerichtete Berichterstattung bewirken falsche oder *fehlende Anreize*, die eine aktive Aktionärsrolle für die meisten Pensionskassenmanager nicht als lohnende Strategie erscheinen lassen²⁰. Die zentrale Ursache der mangelnden Kontrolle durch die institutionellen Investoren wird deshalb von einigen Autoren nicht im Freerider-Problem, sondern in der *rationalen Apathie* der Portfolio-Manager der institutionellen Gelder lokalisiert²¹.

Auch die *Anlagefonds* als weitere wichtige Kategorie institutioneller Investoren sind in den USA²² ähnlich wie in der Schweiz²³ nicht frei von Interessenkonflikten. Meist fehlen auch monetäre Anreize für aktive Aktionärsstrategien. Die meisten Portfolio-Manager beschränken sich darauf, mit einer relativ *indexnahen Gewichtung* der Aktien das Risiko einer zu hohen negativen Abweichung vom Index zu minimieren. Abgesehen von nichttrivialen Kosten des Monitoring birgt die Rolle eines aktiven Aktionärs – beispielsweise aufgrund von Konflikten mit dem Management – zudem in kurzer Frist das Risiko einer markanten Unterperformance gegenüber breit diversifizierten Anlagefonds, die von (potentiellen) Anteilseignern fälschlicherweise als Inkompetenz interpretiert werden könnte. Für die meisten Manager von Anlagefonds ist es deshalb im Sinne eines *Herdenerhaltens*²⁴ rational, die Aufwendungen für die Kontrolle einzelner Unternehmen möglichst gering zu halten. Als potentielle aktive Aktionäre völlig ungeeignet sind Portfolio-Manager von *indexierten Vermögen*, da die geringen

¹⁹ Das Verbot performanceorientierter Entlohnungssysteme wird mit der Gefahr begründet, dass diese die Portfolio-Manager dazu verleiten könnten, allzu hohe Risiken einzugehen (COFFEY, 1991b, 1365).

²⁰ ROCK (1991) 476: «As with economic incentives, money managers seem to have few legal incentives to discipline management, while facing substantial disincentives.»

²¹ Vgl. insbesondere ROCK (1991) 473.

²² Ausführlich COFFEY (1991b) 1322; GUSON/KRAAKMAN (1991) 866; WALKER (1990). Allerdings lassen sich auch Beispiele amerikanischer Fonds finden, die wie die Fidelity Funds ihre Regelungen angepasst haben, um die Diversifikation zu reduzieren und eine aktive Überwachung der sich in ihrem Portofolio befindenden Unternehmen zu ermöglichen (ausführlich BLACK, 1992b, 859; GUSON/KRAAKMAN, 1991, 868).

²³ Für schweizerische Fonds (Auswahl von 150 Kollektivvermögen) waren die durchschnittlichen Abweichungen von einem Benchmark-Index zumindest in der Vergangenheit mit durchschnittlich minus 7,5% p.a. während einer 5-jährigen Periode beträchtlich (vgl. Artikel CH. ZENGER, Nr. 25 NZZ 1995, B15). Performance-Vergleiche unabhängiger Institute wirken nur beschränkt als Korrekturmehanismus, da es einer vergleichsweise hohen übernormalen Rendite über einen mehrjährigen Zeitraum bedarf, um statistisch korrekt zu beurteilen, ob das gute Abschneiden auf Können oder Zufall beruht (vgl. ZIMMERMANN/RUDOLF/JAEGER/ZOGG-WETTER, 1996, 13).

²⁴ Grundlegend zum Herdenverhalten in Märkten, in denen es schwierig ist, die Qualität von Leistungen zu beurteilen, SCHARSTEIN/STEIN (1990) 465ff.

¹² Eine Übersichtstabelle über die Portfolio-Restriktionen für institutionelle Investoren in den USA bietet ROE (1990) 10. Vgl. auch COFFEY (1991b) 1355; BLACK (1992b) 813.

¹³ Der Begriff «proxy contest» wird im US-Recht sowohl für Aktionärsbeschlüsse über einen Kontrollwechsel («proxy fight») als auch andere Aktionärsbeschlüsse («proxy campaign») verwendet (vgl. BLACK, 1990a, 523).

¹⁴ Ausführlich BLACK (1990b) 592; COFFEY (1991) 1327; BLACK (1992b) 825. Das Problem des «bundling», das von der Sache her mit der geforderten Einheit der Materie bei Verfassungsinitiativen verwandt ist, lässt sich im übrigen nicht durch eine Delegierung, sondern nur durch regulatorische Vorschriften beseitigen (COFFEY, 1991b, 1327).

¹⁵ BLACK (1992b) 830.

¹⁶ Ausführlich mit Literaturnachweis über Druckversuche gegenüber US-Pensionskassen ROCK (1991) 470.

¹⁷ Diese Vorreiterrolle öffentlicher Pensionskassen wird teilweise auch dadurch erklärt, dass sich die Kontrollaktivitäten politisch ummünzen lassen. Dies gilt insbesondere für die grösste US-Pensionskasse, die kalifornische CALPERS (Vgl. ROCK, 1991, 497). Ähnlich LANGBAIN/FISCHEL (1988); COFFEY (1991b) 1336ff.

¹⁸ Für die USA ROCK (1991) 471.

Vermögensverwaltungskosten (wenige Basispunkte p.a. in den USA²⁵) kaum Spielraum belassen, eine aktive Aktionärrolle einzunehmen. Die zunehmende *Verbreitung passiver Anlagestrategien* verbunden mit Interessenkonflikten und Reputationsproblemen lassen erwarten, dass nicht alle Kategorien von institutionellen Investoren in gleichem Masse eine aktive Überwachung des Management anstreben²⁶.

Ohne an dieser Stelle eine eingehende Analyse vorzunehmen, lässt sich grosso modo feststellen, dass das schweizerische Aktienrecht für die Ausübung der Stimmrechte weniger einschneidende Regulierungen als das amerikanische Recht vorsieht. Regulatorische Hindernisse entziehen aktiven Aktionären bei zahlreichen Gesellschaften durch die auch im neuen Aktienrecht zugelassenen *Stimmrechtsbegrenzungen* (Prozentklauseln). Stimmrechtsbegrenzungen werden zudem durch *aussernde Gruppenklauseln* verstärkt, die ein *kollektives Monitoring* und eine *Kommunikation* zwischen den Aktionären gerade in Konfliktsituationen stark erschweren²⁷. Regulatorische Hindernisse gegen eine aktive Aktionärrolle finden sich im weiteren auch im *Anlagefondsgesetz* mit dem regulatorischen Ziel, einen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftsleitung zu verhindern²⁸. Aufgrund der wirtschaftlichen Abhängigkeit der Fondslösungen von den Banken dürfen die *Interessenkonflikte* der meisten in der Schweiz vertriebenen Anlagefonds noch grösser als im US-Trennbankensystem sein, zumal die Grossbanken, die zahlreiche wirtschaftliche Beziehungen mit anderen Publikumsgesellschaften unterhalten, einen Marktanteil von über 67% des Fondsgeschäfts (Stand 1999)²⁹ besitzen.

Die an ihr Unternehmen gebundenen schweizerischen Pensionskassen sind aufgrund ihrer paritätischen Verwaltung zudem anfällig für *Druckersuche* des Management wie auch für *Allianzen* zwischen Arbeitnehmern und Manage-

²⁵ Die Zahlen gelten für einen der führenden amerikanischen Anbieter von Indextfonds, Wells Fargo Institutional Trust (Vgl. LOWENSTEIN, 1991, 33; BLACK, 1992a, 879ff.). In der USA werden schätzungsweise rund 50% aller Vermögen passiv (indexiert) verwaltet werden (vgl. auch LOWENSTEIN, 1991, 220ff.). Indextfonds sind gewissermassen per definitionem langfristige orientierte Investoren (GILSON/KRAAKMAN, 1991, 863).

²⁶ Die US-Rechtslehre hat sich intensiv mit dem Problem befasst, irrwiefern die einer aktiven Aktionärsrolle entgegenstehenden Anreizstrukturen der institutionellen Investoren durch eine Deregulierung oder Änderung der Pensionskassen- und Anlagefondsgesetze verbessert werden können (Vgl. BLACK, 1990b, 607; COFFEE, 1991, 1336ff.; ROCK, 1991, 478ff.; BLACK, 1992a, 882).

²⁷ Ausführlich siehe § 13, VII, 4.

²⁸ Art 39 AFV verbietet es den Fondslösungen von Effektenfonds Beteiligungsrechte zu erwerben, die mehr als 10% der Stimmrechte ausmachen oder die es ihr erlauben einen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftsführung eines Emittenten auszuüben. Ausnahmen werden von der EBK als Aufsichtsbehörde nur gewährt, wenn die Fondslösung nachweist, dass sie den wesentlichen Einfluss nicht ausübt.

²⁹ Vgl. Cash, Fonds Special 2000, 6.

ment, die gegen aktive Aktionäre gerichtet sind. Anders als in den USA haben in der Schweiz die öffentlichen Pensionskassen keine Vorreiterrolle als aktive Aktionäre übernommen, da sich eine solche aufgrund eines unterschiedlichen kulturellen Umfeldes – zumindest bis anhin – politisch nicht ummünzen liess. *Entsprechend haben die schweizerischen Pensionskassen das Feld aktiver Aktionärsstrategien weitgehend spezialisierten Internetafirmen, wie den Eternischen Visionen, überlassen, welche diese Lücke mit grossem wirtschaftlichem Erfolg zu nutzen wussten.*

II. Eine institutionentheoretische Analyse des Kontrollproblems

1. Konzentration der Aktionäre und das Problem der kollektiven Aktion

Aus institutionentheoretischer Perspektive lassen sich die beschriebenen Phänomene der Aktionärskontrolle als ein Problem der *kollektiven Aktion* beschreiben, das mit einem *Schwachereitproblem auf der Ebene der institutionellen Investoren* gekoppelt ist³⁰. Die Publikumsaktionäre einer Gesellschaft befinden sich in der für kollektive Güter typischen Situation: Während es für alle besser ist, wenn alle Aktionäre das Management aktiv überwachen, ist es für jeden Einzelaktionär lohnender, eine passive Rolle zu spielen, mit dem Resultat, dass eine Überwachung des Management unterbleibt³¹. Ob es sich für einen einzelnen grösseren Aktionär oder eine Untergruppe von Aktionären lohnt, das Management zu überwachen und damit das kollektive Gut zu «produzieren», hängt insbesondere auch von den zur Verfügung stehenden Alternativen ab³². So stehen den Aktionären bezüglich des Kontrollproblems grundsätzlich drei unterschiedliche Strategien zur Verfügung:

- Verkauf der Aktien (Exit);
- passive Rolle als Trittbrettfahrer gegenüber Kontrollaktionären (Passivität); oder

³⁰ Grundsätzlich dazu ROCK (1991).

³¹ Für eine spieltheoretische Modellierung vgl. ROCK (1991) 456ff. ROCK (1991) 457, unterstellt, dass die Überwachung bzw. die Disziplinierung des Management ein «*step good*» ist, d.h. entweder nicht oder dann ganz «produziert» wird («*none is provided unless the full cost of the good is paid*»). Disziplinierung bzw. Überwachung des Management muss allerdings nicht immer ein reines öffentliches Gut im Sinne von SAMUELSON (1954) sein, da unter spezifischen Voraussetzungen einzelne Aktionäre von deren Nutzen ausgeschlossen werden können.

³² Grundsätzlich zu den Auswirkungen von Alternativen für die Anreizstrukturen HIRSCHMAN (1970); im Kontext des Gesellschaftsrechts ROCK (1991) 454ff.

– eine aktive Kontrolle des Management, die einen Anteil am kollektiven Gut sichert (Kontrolle).

Eine Reihe von Gründen sprechen dafür, dass die beiden Varianten *Exit* und *Passivität* mit steigender *Konzentration des Aktienbesitzes* weniger attraktiv werden, während gleichzeitig die Option Kontrolle lohnender wird³⁵. Wie weiter unten ausführlich dargestellt wird, muss bei einem Verkauf grosser Positionen meist mit einem Abschlag gerechnet werden, sodass ein Exit schwieriger wird. Je konzentrierter der Aktienbesitz ist, umso leichter ist es dagegen für die Aktionäre, untereinander zu kommunizieren und sich zu organisieren, um eine effiziente Unterguppe zu bilden, die das kollektive Gut «Überwachung des Management» produziert³⁶. Mit steigender Konzentration ist es für einzelne grössere Aktionäre leichter, sich und andere Aktionäre als *kritische Mitglieder* einer *Unterguppe* zu identifizieren. Trittbrettfahren lohnt sich für einzelne Aktionäre vor allem dann, wenn auch andere eine solche Strategie wählen.

Haben umgekehrt einzelne kritische Mitglieder einer Unterguppe eine gewisse Garantie, dass die anderen identifizierten Mitglieder dieser Gruppe sich nicht als Trittbrettfahrer verhalten, ist es für sie ebenfalls rational, sich an der aktiven Kontrolle des Management zu beteiligen, da sie sonst den Erfolg gefährden³⁵. Ist es für eine Unterguppe kollektiv rational, eine aktive Aktionärsrolle zu spielen und können sich die kritischen Mitglieder als effiziente Unterguppe organisieren, wird es auch irrelevant, wenn Nichtmitglieder dieser Gruppe sich als Trittbrettfahrer verhalten. Da die Disziplinierung des Management in der Terminologie der Spieltheorie als Spiel mit Wiederholung betrachtet werden kann, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktionäre die hier beschriebene *Logik der kollektiven Aktion* erkennen. Mit zunehmender Konzentration nehmen deshalb die Chancen zu, dass eine *latente Gruppe* das Problem der kollektiven Aktion überwindet und zu einer aktiven Gruppe von Aktionären wird³⁶. Dies insbesondere auch deshalb, weil – wie oben ausgeführt wurde – die Überwachung des Management mit hohen Skalenerträgen verbunden sein kann.

³⁵ Die nachfolgende Darstellung hält sich an die Terminologie der Theorie der kollektiven Aktion von OLSON (1971); HARDIN (1982) und AXELROD (1984).

³⁶ Ausführlich ROCK (1991) 461.

³⁵ Eine Unterguppe, die ein kritisches Mitglied verliert, wird in der Theorie der kollektiven Aktion zu einer *latenten Gruppe*, die nicht mehr in der Lage ist, das kollektive Gut zu produzieren (ausführlich ROCK, 1991, 461).

³⁶ Vgl. auch SHREFFER/VISZNY (1997), die drei Arten der Konzentration des Aktionärs unterscheiden, die dazu beitragen können, die Agentenprobleme zu reduzieren: Blockaktionäre, relationship banking und Unternehmensübernahmen.

2. Individuelle Anreize und rationale Apathie

Aufgrund der wachsenden Konzentration des Aktienbesitzes in den Händen der institutionellen Investoren könnte deshalb eigentlich erwartet werden, dass diese neue Gruppe von Grossaktionären in der Lage ist, das *Kontrollproblem bei Publikumsgesellschaften* zu entschärfen und eine nützliche Rolle als aktive Aktionäre zu spielen. Da Eigentum und Verfügungsmacht bei institutionellen Investoren wiederum auseinandergehen, besteht aber auch auf der *Ebene der institutionellen Investoren* ein *Sachwalterproblem*: Portfolio-Manager haben *kaum positive individuelle Anreize* das Management aktiv zu überwachen. Umgekehrt bestehen aber eine Reihe negativer Anreize, die erklären, warum zahlreiche institutionelle Investoren eine passive Strategie wählen und das Problem der kollektiven Aktion noch durch eine *rationale Apathie* der institutionellen Investoren verschärft wird. Als negative individuelle Anreize wirken insbesondere die oben beschriebenen Interessenkonflikte und die Reputationsprobleme in Märkten, in denen es schwierig ist, die Qualität von Dienstleistungen zu beurteilen. Darüber hinaus müssen auch unabhängige Portfolio-Manager damit rechnen, von Unternehmen keine Vermögensverwaltungsmandate mehr zu erhalten, fall sie sich eine Reputation als aktive Aktionäre aufbauen. Solange diese negativen nicht durch positive Anreize kompensiert werden, ist es für einen Portfolio-Manager nicht rational, als aktiver Aktionär aufzutreten. Dies trifft insbesondere auch auf Portfolio-Manager zu, deren Performance – wie dies heute mehr und mehr auch in der Schweiz üblich wird – quartalsweise an der Entwicklung der als Benchmark dienenden Vergleichsindizes gemessen werden. Die einzige *rationale Strategie* dieser Portfolio-Manager besteht darin, die Kosten der Vermögensverwaltung zu senken und die Transaktionskosten zu minimieren³⁷. Eine Rolle als aktive Aktionäre ist damit nicht vertäglich, da Kontrolle mit Kosten verbunden ist und nur auf lange Fristen übernormale Renditen verspricht.

3. Märkte für Kontrollintermediäre als institutionelle Lösung des Problems der kollektiven Aktion und der rationalen Apathie

Falls die Kontrolle der Aktionäre zu einer massgeblichen Verbesserung der innerbetrieblichen Effizienz beitragen und den Wert einer Firma nachhaltig steigern kann, verspricht eine solche Strategie zumindest in längerer Frist eine im Vergleich zu anderen Anlagestrategien (z.B. aktives «stock picking» oder passive indizierte Vermögensanlage) höhere Rendite. Es würde deshalb eigentlich erstreuen, wenn die Märkte nicht in der Lage wären, *institutionelle Formen* herauszu-

³⁷ Vgl. auch ROCK (1991) 474.

bilden, diese Gewinnchancen zu nutzen und das Problem der kollektiven Aktion und der rationalen Apathie zu überwinden. Aus der Theorie der kollektiven Aktion kennen wir den «*politischen Unternehmer*»³⁸, der kollektive Güter produziert, wenn er daraus einen privaten Nutzen ziehen kann. Entsprechend haben sich auch in zahlreichen Ländern private Unternehmer herausgebildet, die als *spezialisierte Kontrollintermediäre* auftreten³⁹. Dazu zählen auch die sog. «white squire funds» oder «catalyst groups», die grössere Beteiligungen anstreben, um eine aktive Aktionärsrolle zu übernehmen⁴⁰. Auch die kreditfinanzierten Unternehmenübernahmen durch das Management und die unfreundlichen Takeovers lassen sich als eine institutionelle Form interpretieren, mit Hilfe deren private Unternehmer das Problem der kollektiven Aktion gewinnbringend zu lösen suchen⁴¹.

Geradezu ein *Paradebeispiel einer institutionellen Marktlösung* für die Probleme der kollektiven Aktion und der rationalen Apathie sind die schweizerischen Visionen von MARTIN EBNER. Die grosskapitalisierteren Beteiligungsgesellschaften stellen eine Organisationsform dar, die einerseits eine Konzentration des Aktienbesitzes ermöglicht und andererseits für die Einzelaktionäre der Visionen die Möglichkeit eines Trittbrettfahrerverhaltens gegen den Willen der über eine Stimmenmehrheit verfügenden Stimmrechtsaktionäre ein für allemal ausschaltet. Im Gegensatz zu Anlagefonds ist die Beteiligungsgesellschaft keinen Anlagevorschriften unterworfen, die eine hohe Diversifikation verlangen und damit eine Konzentration auf wenige Gesellschaften verunmöglichen. Da *keine Kündigung der Anteile*, sondern nur ein Verkauf der Aktien möglich ist, ist die Beteiligungsgesellschaft für ihre Aktienpositionen auch nicht auf eine hohe Liquidität angewiesen. Die Beteiligungsgesellschaft ist damit frei, eine langfristige Strategie zu verfolgen. Für die Aktionäre der Beteiligungsgesellschaft ist die *Liquidität* dennoch gewahrt, sofern ein breiter Markt für deren Titel besteht. Die

gewählte Konstruktion ermöglicht es institutionellen Investoren *indirekt* und weitgehend *anonym* eine aktive Aktionärsrolle auszuüben und sich aus möglichen Konflikten mit dem Management der sich im Portfeuille der Beteiligungsgesellschaft befindenden Unternehmen herauszuhalten. Aufgrund der Theorie der kollektiven Aktion ist zu erwarten, dass ein kollektives Gut wie die Kontrolle des Management nur angeboten wird, wenn *positive monetäre Anreize* bestehen. Auch diese Hypothese findet sich bei den Visionen durch grosszügig ausgestaltete performanceabhängige Verwaltungsgebühren und hohe Entschädigungen des Verwaltungsrates bestätigt⁴².

Ähnlich wie bei Leveraged Buyouts muss die vom Markt erbrachte institutionelle Lösung aus gesamtwirtschaftlicher *Warte nicht notwendig optimal* sein. So können beispielsweise die auf kurze Fristen ausgerichteten und asymmetrischen, performanceabhängigen Verwaltungsgebühren der BZ Visionen neue Sachwalterprobleme entstehen lassen, indem sie für das Management der Beteiligungsgesellschaft Anreize schaffen, kurzfristig wirkende Restrukturierungen gegenüber einer langfristig ausgerichteten Kontrolle zu bevorzugen⁴³. Für das Aktienrecht stellt sich in diesem Zusammenhang eine doppelte Aufgabe. Zum einen können rechtliche Vorschriften die Probleme der kollektiven Aktion und der rationalen Apathie weiter verschärfen. Eine Deregulierung kann in diesen Fällen mehr Freiraum für die Entstehung kostengünstiger institutioneller Formen schaffen. Zum andern kann es eine Aufgabe des Aktienrechts sein, den Akteuren kostengünstige institutionelle Formen zur Disposition zu stellen, mit denen das Problem der kollektiven Aktion reduziert werden kann⁴⁴.

4. Tradeoff zwischen Liquidität und Überwachung

Aktionäre, die mit einer Unternehmung oder deren Management nicht zufrieden sind, können entweder ihre Aktien verkaufen⁴⁵ oder aber versuchen, als aktive Aktionäre in die Geschichte der Unternehmung einzugreifen⁴⁶. Rationale

³⁸ Vgl. REINHOLZ (1997) 155ff.

³⁹ In diesem Sinne ROCK (1991) 481: «It may be that the forms of institutional shareholder activism preferred by corporate governance entrepreneurs, such as the preservation of tender offers, provide less benefit to the corporations than more mundane forms, such as careful monitoring of management's use of retained earnings or the selection of appropriate accounting principles».

⁴⁰ Mit diesem Argument ist der Bogen gespannt zur generellen Aufgabe des Gesellschaftsrechts, den Akteuren der Gesellschaft zweckmässige standardisierte Vertragsformen anzubieten (siehe § 5, III. 5.).

⁴¹ Entsprechend lautet die bekannte Wall Street-Regel für Investoren denn auch: «Vote with management or sell the stock».

⁴² Grundlegend zum Tradeoff zwischen «exit» und «voice» HIRSHMAN (1970). Vgl. auch COFFEY (1991b) 1329ff.; DENT (1989) 922; BLACK (1992b) 874ff.; PORTER (1992) 14f.

Investoren werden *Kosten und Nutzen der beiden Strategien* einander gegenüberstellen. Dabei kann die *Liquidität* der Märkte einen wichtigen Kostenfaktor darstellen: Je liquider Märkte sind, desto geringer sind selbst für Aktionäre mit grösseren Aktienblöcken die Kosten eines Verkaufs. Umgekehrt müssen Aktionäre, die über grössere Positionen verfügen, auch in einem sonst liquiden Markt mit grösseren Abschlägen rechnen, wenn sie sich von ihren Transaktionen trennen. Dies gilt insbesondere für Investoren, die über private Informationen verfügen, da ihre Verkaufsbereitschaft von anderen Investoren auch als *Signal für ungünstige Aussichten* interpretiert werden können⁴⁷. Einige Investoren sind deshalb allein aufgrund der Grösse der von ihnen gehaltenen Positionen gezwungen, eine aktive Aktionärsstrategie zu verfolgen⁴⁸.

Zwischen der *Liquidität* und der *Kontrolle* besteht mithin sowohl aus der Perspektive des Einzelaktionärs als auch der Funktionsfähigkeit der Märkte und der Agenturproblematik ein *Tradeoff*⁴⁹. Zum einen eignen sich Investoren, die auf Liquidität angewiesen sind, schlecht als aktive Aktionäre. Diese Aktionärs-kategorie wird darauf achten, keine Positionen aufzubauen, die bei einem Verkauf nur mit einem Abschlag liquidiert werden können⁵⁰. Eine aktive Aktionärsstrategie setzt zudem eine «buy and hold»-Investitionsstrategie voraus. Aktive Marktteilnehmer bzw. *Trader* sind deshalb *schlechte Monitore*. Zum anderen sind die Anreize, eine aktive Aktionärsstrategie zu verfolgen, in extrem liquiden Märkten gering. Aktive Strategien sind mit Überwachungskosten und möglicherweise auch mit rechtlichen Auseinandersetzungen verbunden, welche die Kurse vorübergehend drücken. In liquiden Märkten ist es deshalb für die Investoren meist rational, die Variante «exit» statt «voice» zu wählen, wenn die Unternehmensleitung nicht ihren Vorstellungen gemäss handelt. Eine Verbesserung der Liquidität der Märkte geht deshalb tendenziell auf Kosten der Überwa-

⁴⁷ Bei einem Verkauf durch einen Insider wird der Markt in der Regel darauf geschlossen, dass dieser über nichtöffentliche Informationen verfügt, die einen Verkauf nahelegen. Vgl. auch die empirische Studie von SCHORIS (1972), wonach der Markt nach Blockverkäufen zwischen Insidern und institutionellen Investoren differenziert. Ähnlich ROCK (1991) 459. Entsprechend verfügen beispielsweise die grossen Institutionen in Deutschland (Banken und Versicherungen), die rund 35% des Aktienkapitals der börsennotierten deutschen Gesellschaften besitzen, vielfach nicht über liquide Positionen (COFFEY, 1991b, 1287).

⁴⁸ Vgl. ZIAR von John B. Neff (Vanguard Group of Investment Companies) in N.Y. Times, Feb. 23, 1990, at A1, col. 1.: «The traditional institutional response is to vote with you feet... But you can't do that anymore. The size of our position is such that it's hard to get out of some of our positions. The alternative of trying to alter management is sometimes necessary.» Dieser Tradeoff zwischen Liquidität und Überwachung hat sich auch in der Auseinandersetzung zwischen der SBG und ihrem Blockaktionär BK Vision manifestiert. So hat die damalige SBG in ihrer Pressemitteilung die Einführung von Einheits-Inhaberaktien u.a. explizit mit einer *Verbesserung der Liquidität* begründet (ausführlich RUMPER, 1995b, 233ff.).

⁵⁰ COFFEY (1991b) 1310, 1318.

chung durch aktive Aktionäre⁵¹. Gibt es in einem Markt Aktionäre, die eine langfristige aktive Strategie verfolgen, kann es sich für die anderen Aktionäre zudem auszahlen, sich in guten Zeiten als Trittbrettfahrer zu verhalten und sich in schlechten Zeiten (z. B. Konflikten mit dem Management) möglichst rasch von ihren Positionen zu trennen⁵². Die *kollektive Ausübung einer aktiven Aktionärsrolle ist damit tendenziell instabil*, falls einzelne Anleger ihre Positionen leicht liquidieren können und beispielsweise nicht in einen Aktionärsbindungsvertrag eingebunden sind.

Liquidität steht vor allem für institutionelle Investoren, die aufgrund der Struktur ihrer Verpflichtungen über einen *langfristigen Anlagehorizont* verfügen, nicht notwendig im Vordergrund. Rechtliche Normen und auch private Arrangements, welche die Liquidität erhöhen und gleichzeitig die Kosten der Überwachung durch aktive Aktionäre erhöhen, sind damit von zweifelhaftem sozialen Nutzen⁵³. Umgekehrt können rechtliche Normen, welche die Option Exit weniger attraktiv machen oder verteuern⁵⁴, dazu beitragen, die Überwachung durch aktive Aktionäre zu verbessern. Ein selektives Verbot des sog. Greenmailing⁵⁵, d.h. der Kauf eigener Aktien von potentiell aktiven Aktionären zu überhöhten Preisen, wie dies das relative Gleichbehandlungsgebot im schweizerischen Aktienrecht fordert⁵⁶, stellt deshalb eine ökonomisch und damit auch sachlich sinnvolle Einschränkung der Option Exit dar. Das Gleichbehandlungsgebot schützt in diesem Falle nicht nur die übrigen Aktionäre vor einer vermögensmässigen Benachteiligung, sondern erhöht auch den Druck, dass Aktionäre

⁵¹ Vgl. dazu COFFEY (1991b) 1328f.: «(T)he famous generalization of BERLE and MEANS that the modern public corporation produced the separation of ownership and control can be translated into the deeper and more accurate statement that public shareholders in the modern corporation purchased liquidity at the cost of control.»

⁵² Investoren, die eine solche Strategie verfolgen, werden in der angelsächsischen Literatur denn auch treffend als «*sunshine parties*» bezeichnet.

⁵³ Dies gilt beispielsweise für Änderungen der Gesellschaftsstatuten, welche durch die Einführung von Einheitsaktien die Stimmrechtskraft von (potenziellen) Kontrollaktionären beeinträchtigen. Für JENSEN (1993) 298, stellt sich in diesem Zusammenhang denn auch die zentrale Frage, «how active investors can be resurrected and reconciled with a legal structure that currently favors liquid markets over the intimate illiquid market relations that seem to be required for efficient governance». Ähnlich COFFEY (1991b) 1368: «Much of the demand for liquidity may reflect managerial desires, rather than institutional needs.»

⁵⁴ Vgl. etwa § 16 (b) of the Securities Exchange Act 1934 im US-Recht, der Profite von Blockaktionären (mit einem Anteil von mindestens 10%) aus «short swing trades» limitiert. Eine Übersicht über die im US-Recht relevanten Exit-Regeln findet sich bei COFFEY (1991) 1336. Wie an anderer Stelle ausgeführt wurde, kann ein Greenmailing unter bestimmten Voraussetzungen auch dazu eingesetzt werden, die Auktionsbedingungen in einem Bietmarkt zu verbessern. Da eine solche Transaktion wertsteigernd sein kann, empfiehlt sich ein selektives Verbot des Greenmailing (ausführlich siehe § 8, V. 6.c).

⁵⁵ Siehe § 8, V. 6.c).

mit grösseren Positionen die Variante Überwachung einem Ausritt vorziehen, falls dadurch der Unternehmenswert nachhaltig gesteigert werden kann.

5. Das ökonomische Kalkül aktiver Aktionäre

a) Kein vollkommen elastisches Angebot an Aktien

Ein einzelner Aktionär muss über eine grössere Aktienposition verfügen, um die Aktionärsrechte wirkungsvoll durchzusetzen und von einer aktiven Aktionärsrolle zu profitieren⁵⁷. Der Erwerb einer solchen Position dürfe nicht ohne Auswirkungen auf die Aktienkurse sein. Als Ergänzung zum Capital Asset Pricing Model (CAPM)⁵⁸, das als theoretisches Modell von einer vollkommen elastischen Angebotskurve ausgeht, werden in der modernen Finanzmarkttheorie eine Reihe von Gründen angeführt, dass die *Angebotskurve für Aktien in realen Märkten nicht vollkommen elastisch* ist⁵⁹. Dies impliziert, dass potentielle Überwachungsaktionäre sich als Monopsonisten entlang einer steigenden Angebotskurve hinaufkaufen müssen⁶⁰. Gelingt es ihnen nicht, durch ihre Überwachungsfunktion die interne Effizienz einer Unternehmung zu verbessern, müssen sie ihre Positionen bei einem Exit auch wieder der Angebotskurve entlang hinunterverkaufen, es sei denn, sie können ihre Bestände beispielsweise einem besser positionierten aktiven Aktionär oder einem möglichen Bieter verkaufen, der die Übernahme der Firma anstrebt⁶¹.

Ein Aktionär, der eine grössere *Blockposition* aufbaut, reduziert dadurch auch sein Potential, sich ausreichend zu diversifizieren. Er ist daher in der Regel ge-

⁵⁷ Neuere empirische Studien gehen davon aus, dass ein aktiver Aktionär (*monitoring shareholder*) im US-Aktienmarkt über eine Position in der Grössenordnung von 1,9% verfügen muss, um das Management wirkungsvoll zu überwachen (vgl. ZECKHAUSER/POUND 1990).

⁵⁸ Eine anschauliche Darstellung enthält das Lehrbuch von BREALEY/MYERS (1991) 155ff.

⁵⁹ Für eine nach oben geneigte Angebotskurve sprechen folgende Faktoren: Die Verkäufer bilden eine heterogene Klasse (aufgrund Unterschieden in den Erwartungen, im Steuerstatus und in den Investitionsstrategien etc.) und haben deshalb unterschiedliche *Reservationspreise*. Grössere Transaktionen können auch Rückschlüsse auf private Informationen zulassen, die darauf hinweisen, dass das neue Preisgleichgewicht höher ist. Das Angebot einer Aktie, die eine nützliche Diversifikation zulässt, ist beschränkt und andere Aktien sind nicht vollkommene Substitute. Darüber hinaus lassen sich aus Blockkäufen auch Informationen gewinnen, wonach ein Aktionär eine Übernahme plant oder eine aktive Aktionärsrolle ausüben will, die mit einer Steigerung der Vermögenswerte der Aktionäre verbunden sind. Ausführlich dazu STOUT (1988), ZECKHAUSER/POUND (1990) 153.

⁶⁰ Ausführlich ZECKHAUSER/POUND (1990) 153.

⁶¹ Weitere mögliche profitable Exit-Strategien stellen der Verkauf der Aktien an die Gesellschaft (Greenmailing) oder an einen Kooperationspartner dar. Vgl. auch ZECKHAUSER/POUND (1990) 155. Transaktionen mit Aktienblöcken können deshalb je nach Situation mit einer Prämie oder aber auch einem Abschlag verbunden sein.

zwungen ein *firmenspezifisches Risiko* zu tragen, für das er nicht entschädigt wird. Eine solche Strategie, die von zahlreichen Investoren in der Praxis verfolgt wird⁶², lohnt sich nur, wenn der Nutzen einer verbesserten Überwachung- und Befehlsstruktur dieses zusätzliche Risiko überkompensiert. Abgesehen von den skizzierten gewinnbringenden Exit-Varianten lohnt sich die Rolle eines aktiven Grossaktionärs deshalb nur, wenn es diesem gelingt, das Management zu einem Verhalten zu veranlassen, das die unternehmerischen Ressourcen effizienter einsetzt. Da andere Aktionäre sich gegenüber seinen Überwachungsaktivitäten als Trittbrettfahrer verhalten können, kann sich ein aktiver Aktionär darüber hinaus nur einen Teil der Früchte seiner Aktivitäten aneignen. Das Phänomen des Trittbrettfahrerverhaltens hat zwar keinen direkten Einfluss auf die Überwachungskosten, es *reduziert* aber ebenso wie das grössere firmenspezifische Risiko tendenziell die *Attraktivität einer aktiven Aktionärsrolle*.

b) Veränderungen der Kosten aktiver Aktionärsstrategien durch das Recht

Die obige Analyse macht deutlich, dass rechtliche Regeln einen Einfluss auf Kosten und Nutzen eines aktiven Grossaktionärs haben können. *Meldepflichten*, die Blockaktionäre zwingen, ihre Positionen ab einem bestimmten Schwellenwert bekanntzugeben, bewirken eine steilere Angebotskurve bzw. eine Verschiebung der Angebotskurve, da die übrigen Marktteilnehmer daraus Informationen über eine mögliche Senkung der Agenturkosten ableiten und sich als Trittbrettfahrer verhalten können. Der Aufbau einer Blockposition wird damit teurer und der Anteil am geschaffenen Mehrwert, der von Trittbrettfahrern angeeignet werden kann, grösser⁶³. Auch Übernahmeregulierungen können einen Einfluss auf das Kosten-Nutzen-Kalkül aktiver Aktionäre haben. Blockaktionäre müssen mit der Möglichkeit rechnen, dass sich die Unternehmensleistung ihren Bestrebungen erfolgreich widersetzt, da sie eben nur über eine *partielle Kontrolle* verfügen. Ihre Position wird deshalb gestärkt, wenn sie oder Dritte als «last resort» über die Option verfügen, durch eine unfreundliche Unternehmensübernahme die Kontrollmehrheit zu übernehmen.

⁶² Eine solche Strategie, die explizit auf eine Diversifikation verzichtet und sich stattdessen auf wenige Titel konzentriert, wird in der Schweiz beispielsweise von den Ebner'schen Visionen verfolgt.

⁶³ Eine analoge Auswirkung haben Meldepflichten auf Blockkäufe, die auf den Erwerb einer eigentlichen Kontrollposition ausgerichtet sind. Die tendenzielle Verneuerung aktiver Aktionärsstrategien durch Meldepflichten würde es nahelegen, Meldepflichten beispielsweise erst für einen Schwellenwert von 15% festzulegen, der aufgrund empirischer Studien als minimaler Schwellenwert für eine erfolgsversprechende aktive Aktionärsstrategie angesehen werden kann.

Die ökonomische Analyse zeigt auch, dass der Rückkauf eigener Aktien mit einer Pakerprämie (sog. *Greenmailing*), der nicht in einem Zusammenhang mit einem Übernahmekampf steht⁶⁴, für die übrigen Aktionäre wertreduzierend wirkt. Können Aktionäre auf ein *Greenmailing* der Gesellschaft vertrauen, steht ihnen eine weitgehend *riskelose Exit-Variante* zur Verfügung, um sich auf Kosten der anderen Aktionäre der Angebotskurve entlang nach oben zu kaufen. Sie treiben die Kurse in die Höhe, setzen das Management unter Druck und kassieren eine Pakerprämie durch den Verkauf ihrer Position an die Gesellschaft. Ein solches *Greenmailing* kann nur auf Kosten der übrigen Aktionäre gehen, da diese Transaktion einzig den Zweck hat, die Unternehmensleitung vom Druck aktiver Aktionäre zu entlasten. Der Kauf eines grösseren Aktienpaketes allein führt lediglich zu Papiergewinnen, während eine Verbesserung der innerbetrieblichen Effizienz in der Regel nur durch ein permanentes Monitoring erreicht werden kann. Gleiches gilt selbsterständlich auch, wenn der Rückkauf durch Tochtergesellschaften oder selektiv gegenüber einzelnen Aktionären einer kollektiv vorgehenden Aktionärsgruppe erfolgt⁶⁵.

6. Der Idealtypus aktiver Aktionäre

a) Maximierung des Unternehmenswertes: Optimierung der internen Kapitalallokation

Um auch Vorstellungen über mögliche Nachteile aktiver Aktionärsstrategien zu gewinnen, bedarf es einer Vorstellung darüber, was einen idealen Kontroll- oder Monitoraktionär ausmacht. An anderer Stelle wurde dargelegt, dass Publikumsaktiengesellschaften sich mit guten Gründen primär an den Interessen der Aktionäre ausrichten und den Unternehmenswert zu maximieren suchen. Eine Steigerung des Unternehmenswertes, die einen höheren sozialen Nutzen verspricht, lässt sich in erster Linie durch eine Verbesserung der internen Kapitalallokation⁶⁶ anstreben⁶⁷. Theoretische Überlegungen wie auch eine umfangreiche empiri-

sche Evidenz deuten darauf hin, dass das Management aufgrund seiner eigenen Interessen vielfach *zu stark diversifiziert* oder die Profitabilität von Investitionen der Umsatzmaximierung oder dem externen Wachstum opfert. Ein idealer aktiver Aktionär wird deshalb seine Anstrengungen darauf konzentrieren, Überwachungsmechanismen und Anreize zu schaffen, die eine möglichst *optimale Allokation der unternehmerischen Ressourcen* garantieren.

Die moderne Finanzmarkttheorie hat eine klare Vorstellung, nach welchen Kriterien eine optimale interne Kapitalallokation auszugestalten ist: Der zukünftige Gewinnstrom und damit auch der fundamentale bzw. intrinsische Wert einer Unternehmung lässt sich in einer idealen Modellwelt dadurch maximieren, dass das Management alle Investitionsprojekte⁶⁸ realisiert, die einen *positiven Gegenwartswert* erwarten lassen. Eine der zentralen Aufgaben des Management ist daher die *Bewertung und Auswahl der attraktivsten Investitionsprojekte*. Bei der Berechnung des Gegenwartswertes einer Investition besteht das zentrale Problem darin, eine adäquate Diskontierungsrate für die erwarteten, unsicheren Erträge zu finden, die über einzelne Zeiträume anfallen. Die moderne Finanzmarkttheorie verfügt mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und den auf diesem Ansatz beruhenden Kapitalbudgetierungstechniken über einen eleganten theoretischen Ansatz, *Investitionsprojekte mit unterschiedlicher Zeit- und Risikoprüfung vergleichbar zu machen* und zu entscheiden, welche Projekte ein Unternehmen durchführen soll.

b) Kapitalmarktpreise für Zeit und Risiko

Das CAPM legt es nahe, für alle Investitionsprojekte einer Unternehmung eine Kapitalbudgetierungstechnik zu benutzen, die sich auf die Preise abstützt, die sich am Kapitalmarkt für Zeit und Risiko bilden. Die auf der Grundlage des CAPM⁶⁹ berechnete Diskontierungsrate hängt entsprechend von drei Faktoren ab: a) dem risikofreien Zinssatz (r_f), der die Zeitpräferenzen des Marktes ausdrückt; b) dem sog. Beta (β), welches das systematische Risiko eines Investitionsprojektes misst und c) der Rendite (r_m), welche diesem Beta entspricht⁷⁰. In

⁶⁴ Siehe § 8, V. 6.a).

⁶⁵ Der im Rahmen der Auseinandersetzung um die Einführung von Einheitsaktien von einer Dritten Kraft im Frühjahr 1995 gemachte Kompromissvorschlag, eine Kapitalerhöhung mit ausschliesslichem Bezugsrecht der SBG-Namensaktionäre durchzuführen, muss deshalb aus ökonomischer Warte ebenfalls als eine Form des *Greenmailing* interpretiert werden (ausführlich ROFFNER, 1995b, 277ff.).

⁶⁶ Der Begriff interner Kapitalmarkt wird teilweise ausschliesslich im Zusammenhang mit Konglomeraten verwendet (vgl. WILLIAMSON 1987), er kann aber auch, wie dies hier geschieht, generell für die unternehmensinterne Allokation der verfügbaren finanziellen Mittel verwendet werden (vgl. PORTER 1992).

⁶⁷ Zur zentralen Rolle einer effizienten internen Kapitalallokation bzw. der Investitionsentscheide für den Wert einer Unternehmung vgl. insbesondere ROCK (1991); PORTER (1992); HU (1990) 354f. Zur Bedeutung aktiver Aktionäre im Rahmen der Investitionspolitik vgl. PORTER (1992)

13: «Appropriate investment choices require effective systems and processes by which owners interact with corporate management...». In die gleiche Richtung zielt die Frage von BREALEY/MYERS (1988) 886f., ob das Management als «off-balance sheet liability» betrachtet werden muss, weil die Marktteilnehmer antizipieren, dass ein Teil der Profite in Projekten mit negativem Gegenwartswert oder durch bürokratische Exzesse verschleudert wird.

⁶⁸ Der Begriff Investition wird hier im Einklang mit der modernen Finanzmarkttheorie sehr breit gefasst: «The term investment refers to any use of current resources to achieve a future return» (HU, 1991, 304).

⁶⁹ Ausführlich BREALEY/MYERS (1991) 155ff.; weiterführend und über das CAPM hinausgehend DIXIT/PINDYCK (1994).

⁷⁰ Die Formel für die Diskontierungsrate lautet: $r_i = r_f + (\beta)(r_m - r_f)$.

einer idealen Modellwelt maximiert das Management den Wert einer Unternehmung, indem es die mit einer Investition verbundenen Nettoerträge bzw. «net cash flows» mit einer Diskontierungsrate kapitalisiert, welche die Zeit- und Risikopräferenzen des Kapitalmarktes widerspiegelt und alle Investitionen ausführt, die aufgrund dieser Berechnung einen positiven Gegenwartswert erwarten lassen. Dies bedeutet auch, dass sich das *Management bei seinen Investitionsentscheidungen nicht weiter um die heterogenen Interessen und die unterschiedlichen Zeit- und Risikopräferenzen der einzelnen Anleger kümmern muss.*

Von zentraler Bedeutung für unsere Fragestellung ist die aus dem CAPM abgeleitete Folgerung, dass für die Unternehmung nicht das totale Risiko ihrer Investitionsprojekte, sondern nur das *systematische Risiko* relevant ist. Die Konzentration auf das systematische Risiko lässt sich intuitiv auch damit erklären, dass Investoren in der Lage sind, durch eine ausreichende Streuung ihrer Anlagen das Tragen unsystematischer Risiken zu vermeiden⁷¹. Aber auch nichtdiversifizierte Investoren profitieren von einer Investitionspolitik, die sich nicht am totalen, sondern am systematischen Risiko ausrichtet, da dies ceteris paribus zu höheren Aktienkursen führt. Verändert sich durch die Anwendung der auf der Grundlage des CAPM ermittelten Diskontierungsrate oder einer anderen adäquaten Kapitalbudgetierungstechnik die Zeit- und Risikostruktur einer Unternehmung, kann ein Investor die Aktien verkaufen und sie durch Titel von Unternehmungen ersetzen, die als *nahe Substitute* seinen Präferenzen besser entsprechen⁷². Um den fundamentalen oder intrinsischen Wert einer Unternehmung zu maximieren, tut ein Management deshalb gut daran, sich nicht nach den Interessen der einzelnen Aktionäre dieser Firma, sondern nach den *Zeit- und Risikopräferenzen des gesamten Kapitalmarktes* auszurichten und lediglich das systematische Risiko in das ökonomische Kalkül einzubeziehen⁷³.

⁷¹ Die Erkenntnis, dass Unternehmen sich auf das systematische Risiko ihrer Investitionsprojekte konzentrieren müssen, gilt im übrigen unabhängig von der Qualität des CAPM (vgl. HU, 1990, 293ff.; KAHAN, 1992, 1040).

⁷² Die Anwendung einer Kapitalbudgetierungstechnik, welche sich an den Zeit- und Risikopräferenzen des Kapitalmarktes ausrichtet, lässt sich daher auch als eine Anwendung des Pareto-Kriteriums interpretieren. Eine Übersicht der empirischen Studien, welche die von Unternehmen angewandten Kapitalbudgetierungstechniken analysieren, findet sich bei HU (1990) 317. Eine Ausnahme von diesem Grundsatz und eine Berücksichtigung der Zeit- und Risikopräferenzen einzelner Aktionäre ist lediglich bei *geschlossenen Aktiengesellschaften* angezeigbar, da diese Aktionäre meist nicht ausreichend diversifiziert sind und sie ihre Aktien beispielsweise bei einer Änderung der Zeit- und Risikostruktur der Gesellschaft mangels Liquidität nicht verkaufen können (ausführlich HU, 1990, 362). Der im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen entwickelte sog. «*sole owner standard*» (vgl. BERCHUCK 1985, 1718; BERCHUCK, 1987, 195; ROCK, 1991, 453), wonach aktienrechtliche Normen sich am Ideal der Identität von Eigentum und Verfügungsmacht auszurichten haben, gilt deshalb punkto Risiko- und Zeitpräferenzen nur für *geschlossene* Gesellschaften, nicht aber für Unternehmen mit einem breiten Aktionariat.

c) Irrelevanz der Zeit- und Risikopräferenzen der einzelnen Aktionäre

Das Ziel eines idealen Management wie auch eines idealen aktiven Aktionärs muss es deshalb sein, den fundamentalen Wert einer Unternehmung zu maximieren, indem eine Kapitalbudgetierungstechnik angewandt wird, die sich auf die am Kapitalmarkt bildenden Preise für Zeit und Risiko abstützt. Die Maximierung der kurz- oder langfristigen Gewinne pro Aktie oder der Eigenkapitalrendite stellt dagegen kein optimales und operables Ziel dar, da sich damit weder die Zeit- noch die Risikokomponente von Investitionen adäquat erfassen lässt⁷⁴. Die in der schweizerischen Praxis immer noch verbreitete Ausrichtung der Anleger und des Management an den buchhalterischen Gewinn- und Renditegrößen birgt vor allem die Gefahr, dass die mit Investitionen verbundenen Risiken nicht oder falsch beurteilt werden. Orientiert sich eine Unternehmung am *totalen Risiko der Investitionen*⁷⁵, führt dies tendenziell zu einer zu risikoaversen Investitionspolitik, während umgekehrt eine alleinige Ausrichtung an den Gewinnen zu riskanten Investitionen zur Folge haben kann⁷⁶. Auch eine *Maximierung der kurz- oder langfristigen Aktienkurse kann kein direktes Ziel* aktiver Aktionäre sein, – zumindest nicht, wenn man davon ausgeht, dass Informationsasymmetrien und irrationales Verhalten der Investoren zu über- oder unterschüssenden und allenfalls auch zu kurzfristigen Kapitalmärkten führen können⁷⁷. Umgekehrt führen Kapitalbudgetierungstechniken, welche die interne

⁷⁴ Zur theoretischen Kritik an der Ausrichtung auf Gewinnzahlen HU (1990) 302 mit weiteren Literaturhinweisen. Vgl. auch DENT (1989) 585.

⁷⁵ Empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass Unternehmen eine Tendenz aufweisen, ihre Investitionen am totalen Risiko auszurichten (ausführlich HU, 1990, 322ff., mit zahlreichen Literaturhinweisen). Die Konzentration auf das totale anstelle des systematischen Risikos wird durch rechtliche Treuepflichten verstärkt, die auf das Interesse der Gesellschaft und ein «gesundes Unternehmen» ausgerichtet sind (ausführlich HU, 1990, 355, siehe auch § 8, III. 2. b). Eine solche Investitionspolitik ist aus normativer gesamtgesellschaftlicher Warte vor allem deshalb problematisch, weil Investitionen für Forschung und Entwicklung ein hohes firmenspezifisches und nur ein geringes systematisches Risiko aufweisen und damit die Gefahr einer Unterinvestition droht (vgl. HODDER/RIGGS 1985).

⁷⁶ Der enge Konnex zwischen Gewinnmaximierung und der Reduktion der Volatilität der Gewinne als Unternehmensziel wird auch von aktiven Aktionären wie etwa dem Präsidenten der BK Vision, Martin Ebner, betont, der einerseits die mittelfristige Maximierung der Kapitalrendite als unternehmerisches Ziel proklamiert (NZZ 1994, Nr. 269, 25), andererseits aber auch darauf hinweist, dass die hohen Ertragschwankungen im Eigenhandel der von ihm ins Visier genommenen Schweizerischen Bankgesellschaft die «Gewinnqualität» der Bank ver-wässern.

⁷⁷ Zu den Problemen einer direkten Ausrichtung der Investitionspolitik auf die Maximierung der Aktienkurse ausführlich HU (1990) 359. Vgl. auch PORTER (1992) 14, der als Resultat des umfangreichen «Capital Choices»-Projektes der Harvard-Universität den Publikums-gesellschaften eine Kodifizierung des «*long-term shareholder value rather than current stock prices as the appropriate goal*» empfiehlt.

Kapitalallokation nach den an den Kapitalmärkten gebildeten Preisen für Zeit und Risiko ausrichten, in langer Frist zu höheren Aktienkursen und damit auch zu einer Maximierung der finanziellen Vermögenswerte der Aktionäre.

Investitionsentscheide haben nicht nur einen grossen Einfluss auf den fundamentalen Wert einer Unternehmung, sondern sind auch anfällig für Sachwalterprobleme. Ein idealer aktiver Aktionär wird deshalb darüber wachen, dass das Management nur diejenigen Projekte verwirklicht, die aufgrund einer *adäquaten Kapitalbudgetierungstechnik* (Kapitalmarktpreise für Zeit und Risiko, ausschliessliche Berücksichtigung des systematischen Risikos) einen positiven Gegenwartswert erwarten lassen. Zumindest in der Theorie ist damit ein objektiver, von den heterogenen Zeit- und Risikopräferenzen der Aktionäre unabhängiger Massstab gegeben, an dem sich das Management ausrichten kann. Dank diesem allgemein gültigen Massstab für die interne Kapitalallokation wird das Problem von *Interessenkonflikten* zwischen einzelnen Gruppen von Aktionären automatisch entschärft.

d) Relativierung theoretischer Modelle als objektiver Standard

Das CAPM und darauf abgestützte Kapitalbudgetierungstechniken vermitteln wertvolle Einsichten über die für die interne Kapitalallokation einer Unternehmung relevanten Kriterien. Diese dienen denn auch zahlreichen Unternehmen als allgemeine Orientierungslinie, die unabhängig von der Qualität der einzelnen theoretischen Modelle ihre Gültigkeit haben und dazu dienen, den Zeit- und Risikopräferenzen der Aktionäre gerecht zu werden⁷⁸. In der unternehmerischen Praxis beinhalten optimale Investitionsentscheide allerdings *weil mehr als nur eine mechanische Kalkulierung von Gegenwartswerten* mit adäquaten, risikobereinigten Diskontierungsraten, wie dies die meisten Lehrbuchmodelle nahelegen. Der Vergleich von alternativen Projekten und die Ermittlung einer adäquaten Diskontierungsrate wird durch zahlreiche praktische Probleme erschwert, wie beispielsweise *Spillover-Effekte* zwischen einzelnen Investitionen, die Behandlung der Inflation und der Steuern, die Unsicherheit über den zukünftigen Pfad der Zinsen, Unsicherheiten über wichtige Determinanten der zukünftigen Erträge, Instabilität der Risikomasse (Betas) im Zeitablauf und die *partielle Irreversibilität der getätigten Investitionen*⁷⁹.

⁷⁸ Ähnlich Hu (1990) 291.

⁷⁹ Zu den Limiten einer mechanischen Anwendung des CAPM aus praktischer Sicht LOWENSTEIN (1991) 188ff. Zum theoretischen Stand der Investitionstheorie vgl. DIXIT/PINDYCK (1994), deren Darstellung nicht auf der «orthodoxen» Gegenwartswertmethode, sondern auf einem Optionsansatz aufbaut, welcher die Irreversibilität von Investitionen mitberücksichtigt.

All diese Phänomene tragen dazu bei, dass Investitionsentscheide mit einem beträchtlichen *Ermessensspielraum* verbunden sind. Ein aktiver Aktionär ist deshalb – selbst wenn er über Insiderinformationen verfügt – angesichts der Komplexität von Investitionsentscheiden nur beschränkt in der Lage, ein Fehlverhalten des Management adäquat zu beurteilen⁸⁰. Aktive Aktionäre werden daher zum einen indirekt wirkende Formen von Kontrollmechanismen anstreben, wie beispielsweise die Wahl unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder, die den Kapitalbudgetierungsprozess überwachen und über Insiderinformationen verfügen. Die Komplexität der Investitionsentscheide, die spezifischen Fachkenntnisse und der Informationsvorsprung des Management legen es zum anderen nahe, auf Anreizstrukturen des Management und allenfalls auch der Verwaltungsgräte hinzuwirken, die mit einer Maximierung des fundamentalen Wertes einer Unternehmung und des Shareholder Value kompatibel sind.

III. Das Missbrauchspotential aktiver Aktionäre

1. Verkürzung des Zeithorizonts unternehmerischer Investitionen

Individuelle aktive Aktionäre haben ihre spezifischen Zeit- und Risikopräferenzen und verhalten sich deshalb auf Grund ihrer eigenen Interessen nicht notwendig in einer Art und Weise, wie dies von einem idealen Kontrollaktionär erwartet wird. Wie ausführlich dargestellt wurde, ist es in den Wirtschaftswissenschaften eine offene Frage, ob Aktienmärkte immer alloka­tionseffizient sind oder ob im Gegenteil das Urteil der Märkte nicht auch von Anstreckungseffekten geprägt ist und manchmal eine kurzfristige Optik aufweist. Im letzteren Falle kann die Möglichkeit nicht ausgeschlossen werden, dass *aktive Aktionäre den Unternehmen die kurzfristige Optik der Märkte aufzuzuhängen versuchen*. In alloka­tionseffizienten und kurzfristigen Märkten kann es sich für aktive Investoren lohnen, Druck auf das Management auszuüben, durch *Restrukturierungen aller Art* die aktuellen Unternehmensgewinne vor allem auf Kosten der intangiblen Investitionen aufzublähen. Steigen die Kurse, kann ein aktiver Aktionär kurzfristige Gewinne erzielen und mit seiner Kriegskasse auf das nächste Opfer losgehen. Wirken sich solche Restrukturierungen in kurzfristigen Märkten positiv auf die Kurse aus, können aktive Aktionäre auch auf die Unterstützung anderer Investoren zählen, die keinen langfristigen Anlagehorizont haben.

⁸⁰ In diesem Sinne auch Hu (1990) 345: «Time investment misbehavior is not so easily characterized or diagnosed, however».

2. Manipulationen des Gewinnstroms und der Information

Insbesondere Investoren, deren Einnahmestruktur sich primär an der Höhe der Transaktionen und nicht an der langfristigen Performance ausrichtet, haben als aktive Aktionäre allenfalls ein Interesse, *Kurschwankungen zu verstärken*. Ein solcher Interessenkonflikt kann insbesondere bei Brokern oder Portfolio-Managern nicht völlig ausgeschlossen werden, die dank hohen Gebühreneinnahmen in *volatilen Märkten profitieren*, die umfangreiche Portfeuille-Umschichtungen rechtfertigen⁸¹. Interesse an einer höheren Volatilität der Aktienmärkte können auch Wertschriftenhäuser haben, die gleichzeitig als aktive Aktionäre und Broker auftreten. Ob es aktiven Aktionären – wie COFFEE dies darlegt – gelingt, «(to) manipulate corporate affairs to create profitable trading opportunities (and to) benefit from volatile swings in stock price»⁸², muss allerdings bezweifelt werden. Komplexe aktive Strategien sind nur dann plausibel, wenn ein aktiver Aktionär mit dem Management zusammenspannt und die entsprechenden Informationen privat bleiben, sodass profitable Insidertransaktionen möglich werden⁸³. Neben *Manipulationsstrategien*, die auf eine *Verstärkung der Gewinnschwankungen* ausgerichtet sind, kann ein aktiver Aktionär zusammen mit dem Management auch versuchen, den Informationsfluss einer Unternehmung zu manipulieren. Letztere Manipulationsversuche haben im Gegensatz zu den ersteren keine Auswirkungen auf die interne Kapitalallokation und werden in den meisten Ländern durch Rechtsnormen erfasst, die eine Manipulation der Börsenkurse unternessen und mit Sanktionen belegen.

Die hier skizzierten missbräuchlichen Verhaltensweisen aktiver Aktionäre reduzieren den fundamentalen Wert einer Unternehmung. Sie machen deshalb für aktive Aktionäre, die eine langfristige Strategie verfolgen, keinen Sinn. Es besteht deshalb für das Management eine gewisse Garantie, dass Kontrollaktionäre, die sich glaubhaft immobilisieren, nur Strategien verfolgen, die den langfristigen Wert der Unternehmung erhöhen. Auch wenn – wie dies gute Gründe haben kann – aktive Aktionäre über welche Insiderinformationen⁸⁴ ver-

⁸¹ Vgl. COFFEE (1991b) 1335.

⁸² COFFEE (1991b) 1335.

⁸³ In diesem Sinne auch THEI (1991) 399, zu § 16 (b) des amerikanischen Securities Exchange Act, der für Insider Gewinnbringende Transaktionen innert einer Frist von 6 Monaten verunmöglich, nicht Transaktionen zu verhindern sucht, sondern die *Eliminierung von Anreizen bezweckt, das unternehmerische Handeln auf Aktienkurschwankungen hin zu manipulieren*. Anzumerken gilt, dass nicht notwendig alle Transaktionen, die auf Insiderinformationen beruhen, auch *Insiderinformationen im strafrechtlichen Sinne* darstellen.

⁸⁴ Welche Insiderinformationen stellen nach dem schweizerischen Recht in der Regel kein Insiderwissen im Sinne von Art. 161 StGB dar, da es sich mangels Konkretheit nicht um «*Tatsachen*» handelt (vgl. StGB-SCHMID/BAUR Art. 161 N 13). Entsprechend bestehen keine rechtlichen Schranken gegen diese Art von Insiderhandel.

fügen, sind keine Manipulationen der ausgewiesenen Gewinnströme zu befürchten, solange diese Informationsvorsprünge nicht für kurzfristige Handelsstrategien genutzt werden, da Insiderinformationen nur kurzfristig orientierten Marktteilnehmern nützen⁸⁵. Aktionäre, denen *wieche Insiderinformationen* die Kontrolle des Management erleichtern, können deshalb eine Interesse haben, Interessenkonflikte zu vermeiden und sich glaubhaft zu verpflichten, Insiderinformationen nicht für kurzfristige Transaktionen zu verwenden. Da sich die Voraussetzungen für ein missbräuchliches Verhalten negativ umschreiben lassen, lässt sich daraus auch das *Profil eines idealen aktiven Aktionärs* skizzieren. Dieses passt insbesondere auf *Pensionkassen*, die – zumindest aufgrund der Zeitstruktur ihrer Verbindlichkeiten – in der Regel einen langen Anlagehorizont haben und keine «short swing traders» sind.

3. Externe Effekte zulasten anderer Stakeholders

Aktionäre sind nicht die einzigen Stakeholders in grossen Publikumsgesellschaften. Wie bei Unternehmenübernahmen können aktive Monitore versuchen, das Management zu Verhaltensänderungen zu zwingen, die auf Kosten der Obligationäre, der Arbeitnehmer oder auch der öffentlichen Hand gehen. Für aktive Aktionäre könnte es sich beispielsweise bezahlt machen, das Unternehmen auf Kosten der Obligationäre auf eine *riskantere Investitionspolitik oder eine Kapitalstruktur mit einem höheren Leverage zu verpflichten*⁸⁶. Obligationäre haben es allerdings weitgehend in der Hand, sich gegen dieses Risiko mittels an bestimmte Bedingungen geknüpfte Pur-Optionen verrätlich abzusichern⁸⁷. Rentabilitätsorientierte Investoren werden allenfalls auch weniger Rücksicht auf *implizite Verträge* (z. B. ein de facto Kündigungsschutz, der weit über den vertraglichen Kündigungsschutz hinausgeht) nehmen, welche die Arbeitnehmer mit den Unternehmen geschlossen haben. Wie bereits weiter oben ausgeführt wurde, führen solche Vermögenstransfers über kurz oder lang zu *Vertragsanpassungen* zwischen den Unternehmungen und den betroffenen Stakeholders. Das *Missbrauchspotenzial* ist deshalb wiederum *geringer*, wenn aktive Monitore langfristig an die Unternehmung gebunden sind. *Investoren mit langfristigen Anlagehorizont* haben die finanziellen Folgen von verfehlten, auf kurze Frist ausgerichteten Strategien zumindest teilweise selber zu tragen. Gehen diese primär auf *Kosten der Arbeitnehmer*, kann dies zu einer nachhaltigen Demotivierung führen. Erfolgen als Reaktion auf den Bruch der impliziten Verträge Anpassungen der Arbeitsverträge,

⁸⁵ Vgl. COFFEE (1991b) 1324: «(S)oft information benefits only active traders». Ähnlich BLACK (1992b) 883.

⁸⁶ Ausführlich KANDA (1992) 432ff.; TAUBE (1989) 4f.

⁸⁷ Siehe § 5, III. 4.b).

wird dies langfristige ohne Zweifel Spuren in der Erfolgsrechnung einer Unternehmung hinterlassen⁸⁸.

4. Interessenkonflikte zwischen Aktionären

a) Heterogene Investoren

Weder institutionelle noch private Anleger stellen eine homogene Gruppe von Investoren dar. Die einzelnen Anleger unterscheiden sich abgesehen von persönlichen Präferenzen aller Art vor allem in ihrer Bereitschaft, Risiken zu übernehmen sowie dem *Zeithorizont* ihrer Anlagen und ihren *Liquiditätsbedürfnissen*. Dies gilt nicht nur für private Anleger sondern auch für die unterschiedlichen Kategorien institutioneller Investoren. Letztere sind in ein dichtes Netz rechtlicher Vorschriften eingebunden, das die Risikopräferenzen, den Zeithorizont und die Liquiditätsbedürfnisse nachhaltig prägt. Interessenkonflikte zwischen den einzelnen Gruppen von Aktionären lassen sich zu einem grossen Teil auf diese unterschiedlichen Merkmale zurückführen.⁸⁹

b) Zeithorizont und Liquidität

Je kürzer der Zeithorizont eines Investors ist und je mehr Wert er auf die *Liquidität* seiner Position legt, desto weniger profitiert ein Anleger von einer aktiven Kontrolle des Management. Der mögliche Nutzen einer aktiven Aktionärsrolle nimmt zudem mit wachsender Diversifikation ab, da die Überwachung des Management mit Skalenerträgen verbunden ist. Insbesondere institutionelle Investoren sind einer Reihe von Vorschriften unterworfen, die Minimalanforderungen punkto Diversifikation und Liquidität setzen. *Offene Anlagefonds* sind beispielsweise aufgrund des jederzeitigen Rückgaberechts der Anteilseigner stärker auf Liquidität angewiesen als *Pensionskassen*, die aufgrund der Zeitstruktur ihrer Leistungsverpflichtungen nicht im gleichen Ausmass darauf angewiesen sind, alle ihre Positionen jederzeit liquidieren zu können. Eine Reihe rechtlicher Vorschriften (v.a. Bewertungs-, periodische Reporting- und Publizitätsvorschriften und der damit verbundene Performance-Druck) bewirken vielfach eine

Verkürzung des Zeithorizonts der verschiedenen Typen von institutionellen Investoren⁹⁰. Die *Ausrichtung auf kurze Fristen* kann zudem durch *Sachwalterprobleme* auf der Ebene der institutionellen Investoren verstärkt werden. Dies gilt beispielsweise für zahlreiche offene Anlagefonds, die eine transaktionsorientierte Gebührensstruktur aufweisen, sodass deren Portfolio-Manager liquide Märkte bevorzugen, in denen die Positionen rasch verändert werden können. Nicht nur private Anleger, sondern auch institutionelle Investoren unterscheiden sich deshalb punkto Zeithorizont ihrer Anlagen und bewerten auch den Nutzen liquider Märkte unterschiedlich. Entsprechend kann erwartet werden, dass «different monitors behave differently»⁹¹.

Da alle aktiven Strategien auf *Verhaltensänderungen des Management* ausgerichtet sind, bergen sie immer auch ein gewisses *Konfliktpotential*. Damit eine aktive Rolle gegenüber dem Management glaubhaft durchgesetzt werden kann, muss ein aktiver Aktionär über eine ausreichend grosse Position verfügen, die einen schnellen Austritt bei Fraktionen mangels ausreichender Liquidität wenig ratsam erscheinen lässt. Kurzfristig orientierte Investoren haben nur dann ein Interesse an einer aktiven Kontrolle des Management, wenn dadurch die Kurse schnell steigen. Ihre Anstrengungen sind deshalb in erster Linie auf *Verhaltensänderungen der Unternehmen* ausgerichtet, die – wie die meisten fundamentalen Restrukturierungen – für die Märkte gut sichtbar sind und sich schnell in den Kursen niederschlagen. Kommt es zu Fraktionen mit dem Management, kann ein kurzfristig orientierter Investor unfeilwillig zu einem langfristigen aktiven Aktionär werden, wenn ihm ein rascher Ausstieg aufgrund der Grösse seiner Positionen versperrt ist. *Langfristig orientierte aktive Aktionäre* werden gut sichtbare Verhaltensänderungen und fundamentale Restrukturierungen nur dann begrüssen, wenn sie einen effizienteren Einsatz der unternehmerischen Ressourcen darstellen, nicht aber, wenn sie primär eine Inflationierung der aktuellen Gewinne in kurzfristigen Märkten bezwecken oder kostspielige Signale an die Märkte darstellen.

c) Kurzfristige Investoren als Sunshine Patriots

Kurzfristig orientierte rationale Investoren, die über liquide Positionen verfügen, werden sich dagegen primär als «sunshine patriots» verhalten und als Trittbrettfahrer bei Generalversammlungsbeschlüssen mit aktiven Investoren stimmen, wenn Aussicht auf kurzfristige Gewinne besteht. Sie werden deshalb alle

⁸⁸ Implizite Verträge der Arbeitnehmer (z.B. ein de facto Kündigungsschutz) können auch auf Kosten jüngerer Generationen von Arbeitnehmern gehen. Dies gilt insbesondere für Industrien, die einem raschen Strukturwandel ausgesetzt sind, und in denen Anpassungen ohne den Druck aktiver Aktionäre oder der Kontrollmärkte zu lange blockiert bleiben.

⁸⁹ Vgl. auch ROCK (1991) 467, wonach Interessenkonflikte zwischen Aktionären zwei Gründe haben können: unterschiedliche Risikopräferenzen und unterschiedliche Ansichten darüber, mit welchen unternehmerischen Massnahmen der Shareholder Value am besten maximiert werden kann. ROCK folgert, dass grosse Aktionäre in der Regel besser als Kleinaktionäre in der Lage sind, unternehmerische Massnahmen zu beurteilen, da sie mehr Ressourcen investieren, um diese zu verstehen.

⁹⁰ Für eine rechtsökonomische Analyse dieser Problematik im US-Recht vgl. DOERNBERG/MOCCY (1986). Zu den trading patterns institutioneller Investoren in den USA vgl. BRANCAIO (1997 26ff.). Empirische Untersuchungen über trading patterns schweizerischer institutioneller Investoren sind m.W. nicht verfügbar.

⁹¹ COFFEE (1991b) 1368.

aktiven Strategien und insbesondere auch alle Restrukturierungen unterstützen, die zu einer Höherbewertung der Aktien führen, unabhängig davon, ob die positiven Kursreaktionen auf einen effizienteren Einsatz der unternehmerischen Ressourcen oder aber eine Inflationierung der aktuellen Gewinne in kurzfristigen Märkten zurückgehen. Zeichnet sich hingegen ein *Konflikt* zwischen aktiven Aktionären und dem Management ab, der mit Friktionen und möglicherweise langwierigen rechtlichen Auseinandersetzungen verbunden ist und deshalb die Kurse unter Druck setzen kann, werden rational handelnde, kurzfristig orientierte Investoren mit liquiden Positionen sich möglichst rasch von ihren Titeln trennen⁹².

Anleger mit kurzem Zeithorizont und liquiden Positionen sehen deshalb wenig Nutzen in aktiven Strategien oder zumindest nicht in solchen, die zu Konflikten zwischen Aktionären und Management führen. Aktive Strategien anderer Aktionäre, die möglicherweise überraschende Kursverluste auslösen, können für kurzfristig orientierte Investoren gar ein zusätzliches Risiko darstellen⁹³. Diese Kategorie von Investoren hat auch ein Interesse, beispielsweise einem Greenmailing zuzustimmen, das Konflikte zwischen aktiven Aktionären und Management beseitigt und kurzfristig zu höheren Kursen führt, selbst wenn dadurch die langfristige Überwachung geschwächt wird. Interessenskonflikte zwischen Traders und langfristig orientierten aktiven Aktionären bestehen auch bei Veränderungen der Gesellschaftsstrukturen, welche die Liquidität auf Kosten der Kontrolle erhöhen, wie beispielsweise die Abschaffung von Stimmrechtsaktien durch die Einführung von Einheitsaktien. Gesamthaft betrachtet bedürftet eine Verbesserung der Überwachungs- und Befehlsstrukturen der Unternehmen für kurzfristig orientierte Investoren wenig und zum anderen ist es für diese Gruppe rational, bei Generalversammlungsbeschlüssen gegen die Interessen aktiver Aktionäre zu stimmen, wenn dadurch das Konfliktpotential mit dem Management reduziert werden kann und die Früchte einer aktiven Strategie in kurzer Frist unsicher sind.

d) Unterschiedliche Risikopräferenzen

Eine theoretisch optimale Investitionspolitik berücksichtigt im Interesse der Aktionäre wie auch der Volkswirtschaft nicht das totale, sondern nur das systematische Risiko der Investitionsprojekte einer Unternehmung⁹⁴. *Nicht anstrei-*

chend diversifizierte Investoren, die ihre Positionen zudem nicht ohne weiteres liquidieren können, haben als aktive Aktionäre dagegen ein Interesse, weniger riskante Investitionsstrategien durchzusetzen als dies die Finanzmarkttheorie empfiehlt. Dies gilt insbesondere für *Familienaktionäre* oder *Manager*, die einen grossen Teil ihrer Vermögen in der gleichen Unternehmung konzentriert haben. Auch Arbeitnehmeraktionäre favorisieren naturgemäss weniger riskante Investitionen, da mit steigendem Risiko die Wahrscheinlichkeit zunimmt, dass ihr firmenspezifisches Humankapital bei einem unternehmerischen Misserfolg entwertet wird. *Banken*, die gleichzeitig Aktionäre und gewichtige Gläubiger einer Unternehmung sind, haben zwei Seelen in einer Brust und werden als aktive Aktionäre vor allem dann weniger riskante Investitionsstrategien bevorzugen, wenn ihre *Kredit- die Eigenkapitalpositionen* vom Umfang her klar dominieren⁹⁵.

Es gibt offenbar eine Reihe (potentieller) aktiver Aktionäre, die im Vergleich zur Risikopräferenz des Marktes *weniger riskante Unternehmensstrategien* bevorzugen⁹⁶. Man kann diese Aussage dahingehend verallgemeinern, dass alle – oder zumindest alle langfristig orientierten aktiven Aktionäre – risikoaverser als der Markt sind: Aufgrund der Skalenerträge, die eine aktive Aktionärsstrategie mit steigendem Aktienanteil erwarten lässt, konzentrieren sich aktive Aktionäre in der Regel auf wenige gewichtige Positionen. Ihre Positionen sind deshalb zum einen weniger liquide und zum anderen haben sie aufgrund ihrer *inzureichenden Diversifikation* nicht nur ein systematisches, sondern auch ein unsystematisches Risiko zu tragen. Im Vergleich zu einer theoretisch optimalen Investitionspolitik, die ausschliesslich das systematische Risiko berücksichtigt, werden aktive Aktionäre deshalb tendenziell *weniger riskanten Investitionsstrategien* den Vorzug geben.

In der sich auf ökonomische Ansätze abstützenden juristischen Literatur wird mehrheitlich davon ausgegangen, dass die Investitionspolitik von Publikumsgesellschaften im Vergleich zum sozialen Optimum *zu wenig riskant* ist, da das Management aufgrund seines nicht diversifizierbaren *firmenspezifischen Humankapitals* sehr risikoavers handelt⁹⁷. Auch wenn aktive Aktionäre die Risi-

⁹² Eine zunehmende Konzentration des Aktionariats und insbesondere Konfliktstrategien bergen das Risiko einer Reduktion der unternehmensspezifischen Humankapitalinvestitionen des Managements (vgl. auch SCHMIDT 1990, BURKART/GROMB/PANUNZI 1994; CREMER 1995).

⁹³ In diesem Sinne auch COFFEY (1991b) 1325: «(F)or active traders improved governance means little».

⁹⁴ Siehe § 8, III, 2. b).

⁹⁵ Entsprechend folgert COFFEY (1991b) 1201, dass «banks with high credits are not good monitors». Ähnlich STEGURZ (1985) 146: «Lenders are only concerned with the bottom part of the tail of the distribution of returns».

⁹⁶ Ausföhrlich zu den Interessenkonflikten, die auf unterschiedliche Risikopräferenzen zurückgehen, HU (1990) 365f.

⁹⁷ HU (1989) 314, weist darauf hin, dass das Fehlverhalten des Management nicht notwendig immer in Richtung zur kurzer Fristen und zu starker Risikoaversion geht, wie dies in der Literatur meist unterstellt wird. Aufgrund falscher Anreizsysteme werden vor allem in der «new financial products area» vielfach zu risikoreiche Strategien verfolgt (HU, 1989, 325f. mit zahlreichen Literaturhinweisen).

ken in der Regel konservativer bewerten als der Markt, wird deshalb eine intensivere Überwachung des Management durch Kontrollaktionäre in den meisten Fällen die Bewertung unternehmerischer Risiken in Richtung soziales Optimum verschieben. Sollte umgekehrt die aktive Kontrolle durch grössere, nicht ausreichend diversifizierte Blockaktionäre eine zu risikoaverse Investitionspolitik bewirken, mag dies zwar zu Lasten der übrigen Aktionäre gehen. Dieser Tribut an aktive Aktionäre kann in diesen Fällen jedoch auch als *Kompensation für die kostspieligen Überwachungsaktivitäten* interpretiert werden, von denen letztlich alle Aktionäre automatisch als Trittbrettfahrer profitieren. Die *Interessenkonflikte bezüglich der Risikobereitschaft* werden zusätzlich dadurch gemildert, dass in der Praxis Kleinanleger nicht immer ausreichend diversifiziert sind⁹⁸. Eine im Vergleich zum sozialen Optimum zu risikoaverse Investitionspolitik wird diese Gruppe von Anlegern deshalb in jedem Falle nicht benachteiligen.

e) Private Vorteile – Umverteilungen zwischen Aktionärsgruppen

Die bisher behandelten Strategien aktiver Aktionäre zielen in erster Linie darauf hin, das Verhalten des Management zu verändern und damit auch den Einsatz der unternehmerischen Ressourcen in eine andere Richtung zu lenken. Die Kontrollaktivitäten von gewichtigen Aktionären können auch mit *Vermögensverschiebungen* zwischen einzelnen Gruppen von Aktionären verbunden oder gar in erster Linie auf eine Redistribution zwischen Aktionären ausgerichtet sein⁹⁹. Von aktiven Aktionären geforderte Restrukturierungen können beispielsweise so ausgestaltet werden, dass einzelne Gruppen von Aktionären stärker profitieren als andere. Dies ist etwa bei *Aktienrückkaufprogrammen* möglich, wenn für einzelne Gruppen von Aktionären – beispielsweise wegen einer ungleichen steuerlichen Behandlung – solche Rückkäufe weniger attraktiv sind und deshalb ein gespaltener Markt entsteht¹⁰⁰.

⁹⁸ Vgl. ROCK (1991) 468, wonach individuelle Investoren durchschnittlich risikoaverser als institutionelle Investoren sind, weil sie weniger diversifiziert sind. Da Aktien neben dem Humankapital, Immobilien etc. aber nur rund 10% aller Vermögenswerte der US-Investoren ausmachen, lässt es sich nicht ausschliessen, dass sie über alles betrachtet breit diversifizierte Vermögenswerte halten (HU, 1990, 292).

⁹⁹ Zu möglichen Kollisionen zwischen aktiven Aktionären und Managern vgl. COFFEE (1991b) 1367.

¹⁰⁰ Zu Interessenkonflikten aufgrund unterschiedlicher steuerrechtlicher Behandlungen einzelner Aktionärsgruppen vgl. ROCK (1991) 468. In der Schweiz besteht die Problematik in erster Linie darin, dass privaten Aktionären bei Rückkaufprogrammen im Gegensatz zu einzelnen Gruppen von institutionellen Investoren hohe steuerliche Lasten anfallen (ausführlich EICHENBERGER/GERRIGER, 1997, 471ff.). Eine solche Spaltung des Marktes kann durch die Ausgabe handelbarer Rechte (z.B. in Form von Put-Optionen) vermieden werden, wie dies beispielsweise von den Unternehmen Surveillance 1999 und OZ Holding im Jahre 2000 als erstes praktiziert wurde.

Grössere *Umverteilungswirkungen* zwischen Aktionären kann insbesondere auch der Auskauf aktiver Aktionäre durch die Gesellschaft zur Folge haben, vor allem wenn ein solches Greenmailing den dikretionären Spielraum des Management erhöht. Dem Recht kann deshalb die Funktion zukommen, aktive Strategien zu verhindern, die lediglich eine Redistribution zwischen Aktionärsgruppen zur Folge haben. Im schweizerischen Recht wird diese Aufgabe insbesondere durch das *relative Gleichbehandlungsgebot* erfüllt, das für eine Ungleichbehandlung einen sachlichen Grund voraussetzt¹⁰¹. Komplexer zu beurteilen sind aus rechtsökonomischer Perspektive Veränderungen der Gesellschaftsstatuten, welche die Mitgestaltungsrechte einzelner Aktionärsgruppen verwasen und gleichzeitig eine finanzielle Kompensation bieten, wie dies beispielsweise im Zuge einer nachträglichen Einführung von Stimmrechten geschehen kann¹⁰². Diese Transaktionen bewirken nicht nur monetäre Umverteilungen zwischen Aktionären. Sie können vielmehr reale Auswirkungen auf den Einsatz der unternehmerischen Ressourcen haben, von denen möglicherweise alle Aktionäre profitieren¹⁰³.

Aktionäre, die neben ihrer Eigenschaft als Aktionäre gleichzeitig über (andere)¹⁰⁴ *Vertragsbeziehungen* mit der Unternehmung verbunden sind, können ein Interesse daran haben, aktive Aktionäre in ihrem Einfluss zurückzubinden. Dies gilt beispielsweise für *Arbeitnehmeraktionäre*, die sich mit dem Management gegen aktive Aktionäre verbünden können, um daraus Vorteile zu erlangen¹⁰⁵. Die «Ausbeutung» der übrigen Stakeholder durch aktive Aktionäre muss daher keineswegs einseitig sein. *Umverteilungen* stellen vielmehr ein *reziprokes Problem* dar, da Arbeitnehmer oder beispielsweise auch Obligationäre als Aktionäre versuchen können, durch eine Reduktion des Einflusses aktiver Aktionäre sich ein grösseres Stück vom Kuchen zu sichern, als dies ex ante in ihren Verträgen mit der Unternehmung festgelegt wurde¹⁰⁶. Dies bedeutet gleichzeitig, dass aktive Aktionäre ein Interesse daran haben können, die Überwachungs- und Befehlsstrukturen einer Aktiengesellschaft so auszugestalten, dass keine übertra-

¹⁰¹ Siehe § 8, V. 2.

¹⁰² Siehe § 13, VI. 5.

¹⁰³ Siehe § 13, V. 1.

¹⁰⁴ Gemäss dem « *nexus of contract*»-Ansatz ist auch die Beziehung zwischen Aktionär und Gesellschaft vertraglicher Natur (siehe § 5, III.).

¹⁰⁵ Ausführlich zu möglichen «*defensive alliances*» zwischen Management und Mitarbeiteraktionären COFFEE (1990).

¹⁰⁶ Eine Reihe amerikanischer Studien hat ergeben, dass die Einführung eines Employee Stock Ownership Plan (ESOP), der Mitarbeitern den Erwerb von Aktien ihrer Unternehmung sichert, keine positiven Auswirkungen auf Produktivität und Profitabilität (vgl. BLAS 1988). Die Einführung von ESOPs kann dagegen zu beträchtlichen Kursreduktionen der Aktien führen (vgl. BARNARD, 1991, 1163, mit weiterem Literaturnachweis).

schenden Verschiebungen zugunsten von Aktionären entstehen, die durch (andere) vertragliche Beziehungen mit der Gesellschaft verbunden sind.¹⁰⁷

IV. Eigentums- und Kontrollstrukturen und ihre Auswirkungen – Resultate empirischer Studien

1. Untersuchungsgegenstand empirischer Studien – eine Übersicht

Vor allem in den angelsächsischen Ländern bestehen mittlerweile zahlreiche empirische Studien, welche die ökonomischen Auswirkungen der Eigentums- und Kontrollstrukturen grosser Aktiengesellschaften zu erfassen suchen. Diese Untersuchungen testen eine Reihe für das Gesellschaftsrecht relevanter Hypothesen über die Zusammenhänge zwischen Eigentums- und Kontrollstrukturen einerseits und der *organisatorischen Effizienz* und dem *Wert einer Unternehmung* andererseits. Verschiedene empirische Arbeiten analysieren auch die Auswirkungen von Eigentum und Kontrolle auf die *Finanzierungsstrukturen* der Gesellschaften. Einzelne Untersuchungen für die USA gehen zudem anhand einer umfangreichen Liste von *«proxy contests»* der Frage nach, wie wichtige Gruppen von Aktionären von ihrem Stimmrecht Gebrauch machen und welche Generalversammlungsbeschlüsse Erfolg haben, gegen den Antrag der Unternehmensleitung bzw. des Verwaltungsrates angenommen zu werden. Die Resultate dieser Arbeiten geben wertvolle Hinweise darauf, inwieweit Aktionäre mit grossen Blockpositionen in der Lage sind, das Problem der kollektiven Aktion zu überwinden. Auch wenn die Resultate der Studien nicht immer konsistent sind, lassen sie insgesamt den Schluss zu, dass nicht nur die *Markte für Unternehmenskontrolle*, sondern auch die *weniger spektakuläre Einflussnahme* auf wichtige unternehmerische Entscheidungsprozesse durch *aktive Aktionäre* den Wert einer Firma steigern können. Auch wenn die Ergebnisse dieser Studien nicht unbeschön auf die schweizerischen Verhältnisse übertragen werden können, vermittelnd sie doch wertvolle Einsichten in die in diesen Studien untersuchten Zusammenhänge.

¹⁰⁷ Ein Beispiel für eine «governance structure», die dieses Problem vermeidet, sind Mitarbeiter-Partizipationscheine, die einerseits die Arbeitnehmer am finanziellen Erfolg der Unternehmung beteiligen, andererseits aber keine Verschiebungen bei den relevanten Mitgestaltungsrechte und damit der Kontrolle bewirken. In diese Richtung zielt beispielsweise der Verwaltungsrats-Präsident der Firma Sulzer, Pierre Borgaud in einem Interview zum Thema «aktive Aktionäre» in der Finanz und Wirtschaft Nr. 27 vom 5. April 1995, wonach für das Management ein Beteiligungsprogramm mit Namenaktien und für die Mitarbeiter ein solches mit Partizipationscheinen besteht.

2. Die Problematik einer adäquaten ökonomischen Kontrolldefinition

Die *Sachwalthertheorie* geht mehrheitlich davon aus, dass sich unterschiedliche Eigentums- und Kontrollstrukturen in der *Profitabilität* und dem *Wert der Unternehmung* niederschlagen.¹⁰⁸ Es liegt deshalb nahe, die Hypothese zu testen, dass von Eigentümern kontrollierte Firmen erfolgreicher sind als solche, in denen *Eigentum und Verfügungsmacht getrennt* sind und das Management als Folge einer breiten Streuung des Aktienbesitzes über einen vergleichsweise grossen diskretionären Entscheidungsspielraum verfügt. Die meisten *älteren empirischen Studien*¹⁰⁹, welche die Zusammenhänge zwischen der Eigentumsstruktur und dem wirtschaftlichen Erfolg einer Unternehmung untersuchen, unterscheiden deshalb nach Firmen, die durch das Management und solchen, die durch die Eigentümer kontrolliert werden. Die Mehrzahl dieser Studien zeigt (statistisch nicht immer signifikante) *höhere Renditen* der durch die *Eigentümer kontrollierten Unternehmungen*. Die Unterscheidung zwischen diesen beiden Kontrollstrukturen erfolgt fast ausnahmslos anhand von *kritischen Schwellenwerten* (Aktionäre oder Aktionärsgruppen, die über einen bestimmten Prozentsatz von Aktien verfügen)¹¹⁰. Die teilweise inkonsistenten Resultate dieser empirischen Untersuchungen beruhen zum einen auf stark abweichenden Schwellenwerten (5% bis 50%) für die beiden unterschiedlichen Kontrolltypen und einer vergleichsweise hohen Sensitivität der empirischen Ergebnisse bezüglich den jeweils verwendeten Kontroll-

¹⁰⁸ Anders DEMSETZ (1983) und DEMSETZ/LEHN (1985), die einen Zusammenhang zwischen der Konzentration des Aktienbesitzes und den Profiten einer Unternehmung wie auch die dahinterstehende Kausalität vernennen und die Hypothese aufstellen und testen, dass die Eigentumsstruktur einer Unternehmung von einer Reihe von Determinanten abhängig ist, sodass die *optimale Eigentumsstruktur von Unternehmung zu Unternehmung variiert*.

¹⁰⁹ Übersichten zu diesen Studien finden sich bei HUNT (1986); SHORT (1994); SHLEIFER/YSHNY (1997); SHORT (1994) 206, 208ff., zählt 11 Studien, die eine höhere Performance durch die Eigentümer kontrollierten Aktiengesellschaften ausweisen, während 5 Untersuchungen keine eindeutigen Resultate und 3 Arbeiten eine höhere Performance der durch die Manager kontrollierten Firmen ergeben. Weitere Einzelaspekte über die Auswirkungen einer konzentrierten Aktionärsstruktur wurden in den folgenden empirischen Arbeiten untersucht: FRANKS/METZ (1994): höhere Auszuschütze der Vorstandsmitglieder in deutschen Gesellschaften; SHIVADASANI (1993): höhere Konzentration der externen Aktionäre erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme bei US-Gesellschaften; BURKHART (1995): Blockaktionäre erhöhen Prämien bei Takeovers; BURKHART/GROVA/PANONZI (1997): Konzentration des Aktionärs reduziert Tiribretführerverhalten bei Unternehmensübernahmen; vgl. auch die empirische Studie von BHAGD/BLACK (1998), welche die Zusammenhänge zwischen der Zusammensetzung des Board und der Performance analysiert.

¹¹⁰ Als abhängige Variable werden meist Kennzahlen für die Profitabilität (Eigenkapitalrendite, Gesamtrendite der Aktionäre etc.) verwendet.

definitionen¹¹¹. Zum anderen wird die Aussagekraft dieser Studien dadurch relativiert, dass sich das Phänomen der Kontrolle schlecht mit einer mehr oder weniger willkürlich gewählten Prozentzahl einfangen lässt, die als kritischer Schwellenwert für die Unterscheidung der beiden Kontrolltypen dient.

3. Kontrolltypus und Grad der Kontrolle

Neuere Studien versuchen, die unterschiedlichen Dimensionen der Kontrolle zu erfassen und verwenden anstatt einer dichotomen vielfach eine kontinuierliche Variable, die dem Phänomen gerecht wird, dass es *unterschiedliche Grade einer Kontrolle* gibt. Um das Phänomen Kontrolle statistisch einzufangen, bedarf es vorab einer inhaltlichen Definition. Als nützlicher Ausgangspunkt erweist sich die von FAW/JENSEN (1983) vorgenommene Aufgliederung des Entscheidungsprozesses in die Phasen Einleitung («initiation»), Bestätigung («ratification»), Durchführung («implementation») und Überwachung («monitoring»)¹¹². Die *Kontrolle des Entscheidungsprozesses* («decision control») bezieht sich auf die Bestätigung und Überwachung, während die Einleitung und Durchführung von Entscheidungen («decision management») als typische Aufgaben des Management gelten. Eine Kontrolle durch die Aktionäre ist mit einem massgeblichen *Einfluss auf grundlegende Entscheidungen* vorwiegend im Sinne einer *decision control* gleichzusetzen, wie beispielsweise auf die Zusammensetzung des Verwaltungsrates oder die Kapitalstruktur der Unternehmung. Information ist eine zentrale Voraussetzung für eine effektive Kontrolle, insbesondere in Branchen die einem raschen Wandel und sich schnell ändernden Umweltbedingungen ausgesetzt sind¹¹³. Aufgrund von unvermeidbaren Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensinsidern und -outsidern ist es deshalb naheliegend, dass *interne Aktionäre* für jedes Niveau des Aktienanteils eine effizientere Kontrolle ausüben als *externe Aktionäre*¹¹⁴.

Neuere Studien unterscheiden entsprechend in erster Linie danach, ob aufgrund des Aktienbesizes die *Kontrolle innerhalb oder ausserhalb des Managements*¹¹⁵ bzw. bei Unternehmensinsidern (Manager, «board directors») bzw. Verwaltungsratsmitgliedern) oder ausserstehenden Aktionären lokalisiert ist. Da sich nicht notwendig alle Aktionäre (Familienaktionäre, individuelle Block-

¹¹¹ Sensitivitätsanalysen der verwendeten Definitionen finden sich bei LAWRIE/SKX (1984); LEECH/LEAHY (1991).

¹¹² Ausführlich siehe § 5, II. 5.c).

¹¹³ In diesem Sinne DEMSETZ/LEHN (1985) 1158f., wonach das Kontrollpotential bzw. der Nutzen einer aktiven Aktionärsrolle direkt verbunden ist «with the noisiness of the environment in which it operates».

¹¹⁴ Vgl. auch STIGLITZ (1985) 140.

¹¹⁵ Ausführlich CUBBIN/LEECH (1983); LEECH/LEAHY (1991).

aktionäre, institutionelle Investoren) gleich verhalten, kann es Sinn machen, bei den erklärenden Variablen nach unterschiedlichen Aktionärsgruppen zu unterscheiden¹¹⁶. Von der *Lokalisierung der Kontrolle* ist der *Grad der Kontrolle* zu unterscheiden; der – wie sich aus der Theorie der kollektiven Aktion ableiten lässt – primär von der Streuung bzw. der Konzentration des Aktienbesizes abhängt. CUBBIN/LEECH¹¹⁷ definieren den Grad der Kontrolle als *Wahrscheinlichkeit, mit der eine bestimmte Aktienposition ausreicht, um bei umstrittenen Generalsammlungsentschlüssen eine Mehrheit zu erlangen*. Wird diese Definition angewandt, ist die kritische Schwelle für die Unterscheidung der Kontrolltypen nicht mehr fix, sondern variiert für jede Unternehmung nach der jeweiligen Streuung des Aktienbesizes¹¹⁸.

4. Nichtlineare Beziehung zwischen Konzentration des Aktienanteils und der Performance

Gemäss der von JENSEN/MECKLING (1976) aufgestellten *Hypothese der Interessenskonvergenz* nimmt mit steigendem Aktienanteil der Unternehmensleitung der Wert einer Unternehmung zu. Diese lineare Beziehung zwischen internem Aktienbesitz und Wert der Firma lässt sich dadurch erklären, dass Insider-Aktionäre einen Anreiz haben, sich interne monetäre Vorteile anzueignen, solange sie nicht das gesamte Eigenkapital besitzen. Verschiedene empirische Studien (HERMALIN/WEISBACH 1987; MORCK/SHEPHER/VISHNY 1988; MCCONNELL/SERVAES 1990 und 1995; KOLE 1995¹¹⁹; SHORR/KEASY 1999¹²⁰) finden diese lineare Beziehung nicht bestätigt. Die Resultate dieser Untersuchungen weisen darauf hin, dass je nach dem gewählten Intervall des Eigenumsanteils der Insider-Aktionäre

¹¹⁶ Beispiele für Studien, die nach unterschiedlichen Gruppen von externen Aktionären differenzieren, sind die Arbeiten von DEMSETZ/LEHN (1985); POUND (1988); BRICKLEY/LEASE/SMITH (1988); CONNELL/SERVAES (1990).

¹¹⁷ Diese Definition von CUBBIN/LEECH (1983) beruht auf einem probabilistischen Abstimmungsmodell. Als kontinuierliche Variable für die Kontrolle dient der Herfindahl-Index, der aus der Streuung des Aktienbesizes berechnet wird.

¹¹⁸ CUBBIN/LEECH (1983) gelangen aufgrund der Anwendung ihres Modells auf britische Unternehmen zum Schluss, dass wegen der starken Zersplitterung des Aktienbesizes in zahlreichen Fällen bereits ein Aktienanteil von 5% für eine Kontrollposition ausreicht. Nach CUBBIN/LEECH (1983) 365, führen zahlreiche ältere Untersuchungen zu einer falschen Klassifikation der Unternehmungen, weil sie von einem fixen Schwellenwert ausgehen und die Streuung des Aktienbesizes nicht berücksichtigen.

¹¹⁹ KOLE (1995) führt die unterschiedlichen Resultate (anderer Verlauf der nichtlinearen Beziehung) der Studien von MORCK/SHEPHER/VISHNY (1988) und MCCONNELL/SERVAES (1990) auf Unterschiede in der Grösse der untersuchten Firmen zurück.

¹²⁰ Die Untersuchung von SHORR/KEASY (1999) stützt sich auf britische Unternehmen, während sich die übrigen Untersuchungen auf amerikanische Publikumsgesellschaften beziehen.

re eine positive, aber auch eine negative Beziehung zum Wert der Unternehmung bestehen kann. Die Untersuchung von MORCK/SHLEIFER/YSHNY ergibt beispielsweise für einen Aktienanteil des Management von 0% bis 5% eine positive Beziehung zum Wert der Firma (gemessen mit Tobin's Q ¹²¹), eine leicht negative Beziehung für den Bereich zwischen 5% und 20% und eine leicht positive Korrelation oberhalb von 25%¹²². SHORT/KEASY finden diese *kurvenlineare Beziehung* für britische Publikumsgesellschaften bestätigt, wobei auch bei einem Aktienanteil von über 25% noch eine positive Korrelation festgestellt wurde¹²³. Die in diesen Studien festgestellte Nichtlinearität relativiert zugleich die Qualität der empirischen Resultate von Untersuchungen, die eine lineare Beziehung zwischen dem Aktienanteil der Insider und dem Wert der Unternehmung unterstellen, da gegenläufige Effekte miteinander vermischt werden.

Die empirischen Resultate dieser Studien und insbesondere die nichtlineare Beziehung lassen sich mit *gegenläufigen Effekten* erklären, welche mit unterschiedlichen Niveaus der Aktienanteile des Management verbunden sind. Verfügt das Management nur über einen vergleichsweise geringen Aktienanteil, sind ausserstehende Aktionäre keineswegs machtlos. *Höhere Aktienanteile des Management* erschweren es den übrigen Aktionären dagegen, das Management wirkungsvoll zu überwachen, da sich die Insider-Aktionäre dank ihrer Stimmkraft gegenüber den anderen Eigentümern absichern können und auch gegenüber der Disziplinierung durch die Märkte für Unternehmenskontrolle weitgehend immun sind¹²⁴. Für die ausserstehenden (Minderheits-)Aktionäre steigt zudem das Risiko von Restrukturierungen, die beispielsweise aufgrund des Problems der letzten Periode¹²⁵ einseitig die Insider-Aktionäre bevorzugen (z.B. «freeze-outs» zu ungünstigen Konditionen etc.).

¹²¹ Tobin's Q ist definiert als Marktwert geteilt durch die Wiederbeschaffungskosten der Vermögenswerte des Unternehmens zu aktuellen Preisen; ein hohes Q steht im Rahmen einer «cross sectional analysis» für einen hohen Wert der Unternehmung.

¹²² Die Studien von HERMALIN/WEISBACH (1987) und MCCONNELL/SERVAES (1990) bestätigen die nichtlineare Beziehung für einzelne Bereiche des Aktienanteils der Insider-Aktionäre, obwohl die Ergebnisse für die einzelnen Bereiche teilweise stark abweichen. Die Studie von MCCONNELL/SERVAES (1990) weist einen positiven Zusammenhang zwischen dem Anteil der vom Management gehaltenen Aktien und der Performance der Firmen für einen Bereich von 0% bis 40–50% auf.

¹²³ SHORT/KEASY (1999) 79ff., erklären diesen über den Bereich der amerikanischen Studien hinausgehenden positiven Zusammenhang zwischen dem Aktienanteil des Managements und der Performance mit den rechtlich bedingten, geringeren Möglichkeiten des Managements, Barrieren gegen Übernahmen aufzustellen, und dem Umstand, dass «institutional investors in the UK are more able to co-ordinate their monitoring activities».

¹²⁴ Ausführl. zu dieser sog. «entrenchement»- oder Verschanzungs-Hypothese MORCK/SHLEIFER/YSHNY (1988) 294ff., die zudem darauf hinweisen, dass das Management neben seiner Stimmkraft über weitere Mittel (Verwaltungsratsitze, Status als Gründer etc.) verfügen kann, um sich abzuschirmen.

¹²⁵ Siehe § 8, IV, 1.a).

Die festgestellte nichtlineare Beziehung zwischen den Aktienanteilen von Insidern und dem Wert der Unternehmungen lässt sich auch mit dem Modell von STUJZ (1988) erklären. Dieses geht von der Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle als Disziplinierungsmechanismus des Management aus¹²⁶. Mit sich *veränderndem Anteil des Aktienbesizes von Insidern* sind ähnlich wie bei einer partiellen Kontrolle zwei gegenläufige Effekte verbunden, die wiederum eine *kurvenlineare Beziehung* zwischen den betrachteten Variablen bewirken. Je kleiner der Aktienanteil des Management ist, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit, dass eine unfreundliche Übernahme gelingt, in der die Prämie unter dem Maximum liegt, das ein Bieter zu zahlen bereit ist. Mit steigendem Aktienanteil nimmt aber auch die Wahrscheinlichkeit ab, dass eine Übernahme überhaupt zustandekommt. Gemäss diesem Modell nimmt der Wert einer Firma anfänglich mit steigendem Eigentumsanteil der Insider zu, um dann ab einem bestimmten Anteil wieder abzunehmen. Bei einem Eigentumsanteil von 50% erreicht der Wert einer Firma gemäss diesem Modell ein Minimum, da in diesem Punkt die Wahrscheinlichkeit gleich Null ist, dass eine unfreundliche Übernahme gelingt.

5. Kontrolle und unternehmensspezifische Vermögenswerte

Eine Reihe empirischer Studien untersuchen den *Einfluss externer Aktionäre* auf den Wert bzw. die Performance einer Firma. ZECKHAUSER/POUND (1990) weisen für die USA nach, dass Unternehmen mit einem Grossaktionär, der mindestens über einen Anteil von 15% verfügt¹²⁷, im Branchendurchschnitt tiefere Gewinn-Kurs-Raten (E/P-Ratios) aufweisen als solche ohne einen dominierenden Aktionär¹²⁸. Dies bedeutet, dass eine *positive Korrelation zwischen externen Grossaktionären und der erwarteten Wachstumsrate der Gewinne* besteht. Dieser positive Einfluss der Überwachungs- und Kontrollaktivitäten lässt sich allerdings nur in Branchen mit einer offenen Informationsstruktur, nicht aber für High-Tech-

¹²⁶ Ähnlich auch SHLEIFER/YSHNY (1986), die auf den engen Zusammenhang zwischen partieller und vollumfänglicher Kontrolle verweisen.

¹²⁷ ZECKHAUSER/POUND (1990) 166, begründen die Wahl einer dichotomen Kontrollvariable damit, dass ein Aktienanteil von 15% auf dem Hintergrund des US-Aktenrechts und der Antitakeover-Regulierungen ausreicht, um wichtige Stimmrechtsschlechte beeinflussen zu können oder de facto ein Vetorecht ausüben zu können.

¹²⁸ Vgl. ZECKHAUSER/POUND (1990) 168ff. Die Resultate sind auf einem Niveau von 5% statistisch signifikant. Die Wahl bereinigter E/P-Ratios anstelle der gebrauchlicheren P/E-Ratios wird damit begründet, dass letztere nicht aussagekräftig sind, wenn die Gewinne negativ oder nahe Null sind. Gewinn-Preis-Kennzahlen werden Tobin's Q vorgezogen, weil die Q -Werte nur annäherungsweise bestimmt werden können und meist aus den wenig zuverlässigen Buchwerten abgeleitet werden müssen.

Unternehmen¹²⁹ feststellen. ZECKHAUSER/POUND erklären diesen Befund damit, dass *Informationsasymmetrien* und das *Ausmass unternehmensspezifischer Investitionen* darüber entscheiden, ob aussenstehende Aktionäre in der Lage sind, eine Unternehmung und deren Management wirkungsvoll zu überwachen.¹³⁰

6. Aktive Aktionäre als Informationsintermediäre und Reputationsmechanismus

Die empirischen Resultate von ZECKHAUSER/POUND (1990) deuten darauf hin, dass Informationsasymmetrien eine wirkungsvolle Kontrolle verhindern können. Entsprechen können die Kapitalkosten einer Unternehmung steigen, wenn sie nicht in der Lage ist, das Informationsgefälle durch Signale, wie beispielsweise hohe Ausschüttungsquoten, zu reduzieren. Da diese Signale nicht kostenlos sind, kann es sich gemäss der Hypothese von ZECKHAUSER/POUND¹³¹ für die Unternehmung und das Management lohnen, einzelnen Grossaktionären *Insiderinformationen* zukommen zu lassen, sei es über einen *Sitz im Verwaltungsrat* oder durch *direkte Informationen*. *Einzelne aktive Aktionäre, die einen privilegierten Zugang zu weichen Insiderinformationen erhalten, sind allenfalls auch in der Lage, den Tradeoff zwischen aktuellen und zukünftigen Gewinnen besser zu beurteilen als möglicherweise kurzfristige Kapitalmärkte*. Kontrollaktionäre¹³², die eine glaubwürdige, langfristige Investitionsstrategie verfolgen, stellen damit einen Mechanismus dar, Insiderinformationen zu verifizieren und kostspielige Formen der Selbstbindung und Signale zu ersetzen. Dank Kontrollaktionären können Unternehmen darauf verzichten, gute Ertragsaussichten, die der Markt mangels Informationen nicht ausreichend honoriert, beispielsweise durch hohe Dividenden oder eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils zu signalisieren. «In the final assessment, large shareholders may free management to pursue beneficial policies»¹³³.

ZECKHAUSER/POUND haben diese Hypothese einem empirischen Test unterzogen. Das Resultat lautet, dass Unternehmen mit grossen Einzelaktionären

¹²⁹ Als Proxy-Variable für die Unterscheidung zwischen Branchen mit offenen und geschlossenen Informationsstrukturen wird der Anteil von Forschungs- und Entwicklungsausgaben am Verkaufumsatz gewählt (vgl. ZECKHAUSER/POUND, 1990, 167).

¹³⁰ Dies in Anlehnung an TITMAN/WESSELS (1988). Die Erklärung von ZECKHAUSER/POUND steht in einem gewissen Spannungsfeld zur Hypothese von DEMSETZ/LEHN (1985), dass das Kontrollpotential in Branchen mit einem «noisy environment» höher ist.

¹³¹ ZECKHAUSER/POUND (1990) 164.

¹³² Der Begriff Kontrollaktionär wird hier im nichtjuristischen Sinne benutzt; er umfasst sowohl Blockaktionäre, die eine partielle Kontrolle ausüben, wie auch solche, die über die eigentliche Kontrolle einer Unternehmung verfügen.

¹³³ ZECKHAUSER/POUND (1990) 178.

nicht höhere Dividenden bezahlen bzw. Ausschüttungsquoten aufweisen als solche ohne dominante Eigentümer¹³⁴. Sind Firmen mit grossen Einzelaktionären – wie dies die Studie von ZECKHAUSER/POUND ergeben hat – relativ höher bewertet, lässt sich dieses Resultat so interpretieren, dass diese Unternehmen es nicht als notwendig erachten, die besseren Zukunftsaussichten durch höhere Ausschüttungsquoten zu signalisieren. Dies bedeutet, dass höhere Ausschüttungsquoten kein Signal für höhere zukünftige Profite sind, wenn Unternehmungen einen grossen Einzelaktionär haben. Auch bezüglich der Präsenz eines grossen Einzelaktionärs und dem Fremdkapitalanteil ergibt die Studie von ZECKHAUSER/POUND keinen signifikanten systematischen Zusammenhang. Dieser Befund ist wiederum mit der Hypothese vereinbar, dass Unternehmen mit einem grossen Einzelaktionär bessere Zukunftsaussichten nicht durch einen höheren Leverage signalisieren müssen.

7. Kontrolltypus und Kapitalstruktur

Gemäss dem von JENSEN/MECKLING¹³⁵ entwickelten Sachwalter-Modell weist eine Firma dann eine *theoretisch optimale Kapitalstruktur* auf, wenn die marginalen Sachwalterkosten des Eigenkapitals denjenigen des Fremdkapitals entsprechen. Ausgehend von diesem Basismodell lassen sich eine Reihe konfligierender Hypothesen über den Zusammenhang zwischen dem Kontrolltyp einer Unternehmung und der Kapitalstruktur ableiten. Gemäss der Free Cash Flow-Hypothese von JENSEN¹³⁶ bevorzugt das Management einen tiefen Fremdkapitalanteil, der das Risiko eines Konkurses reduziert. Umgekehrt wirkt ein höherer Leverage als *Selbstbindungsmechanismus*, der den Spielraum des Management für diskretionäre Entscheide zulasten der Aktionäre und Obligationäre reduziert. Ein steigender *Eigenkapitalanteil der Insider* erhöht tendenziell die Sachwalterkosten des Eigenkapitals, da die Kontrolle des Management für aussenstehende Aktionäre erschwert wird¹³⁷. Es ist deshalb zu erwarten, dass der Aktienbesitz des Management und der Fremdkapitalanteil einer Unternehmung positiv korrelieren. Ein positiver Zusammenhang lässt sich auch dadurch erklären, dass ein höherer Fremdkapitalanteil es den Eigentümern der Gesellschaft erleichtert, die Kontrolle über die Unternehmung – unabhängig von den Sachwalterkosten – zu behalten. Verfügen Insideraktionäre über grössere Aktienpakete, entfällt zudem die Notwendigkeit, den übrigen Aktionären und Gläubigern über

¹³⁴ ZECKHAUSER/POUND (1990) 172f.

¹³⁵ Grundlegend JENSEN/MECKLING (1976); HAUGEN/SENBET (1979); BARNHEW/HAUGEN/SENBET (1985); DARROUGH/STOUGHTON (1986).

¹³⁶ Siehe § 9, VI. 2.

¹³⁷ KIM/SORENSEN (1986).

einen hohen Leverage die Anstrengungen des Management zu signalisieren. Ein grosser Aktienanteil der Insideraktionäre lässt zudem eine wachsende Risikoaversion des Management und damit eine Begrenzung des Leverage erwarten.

Wie aufgrund der teilweise konfligierenden Erklärungsansätze zu erwarten ist, sind die Resultate der empirischen Studien nicht einheitlich. Die Mehrzahl der Studien für den amerikanischen Markt zeigen eine positive Korrelation zwischen dem *Aktienanteil des Management* und dem *Leverage der Kapitalstruktur*¹³⁸. Die für die Definition des Kontrolltypes gewählten kritischen Aktienanteile variieren teilweise stark, wobei alle Studien von einem linearen Zusammenhang ausgehen. Denkbar ist allerdings auch, dass bis zu einem gewissen Aktienanteil der Insider zwischen Eigentum und Leverage ein positiver Zusammenhang besteht, der sich erst ab einer gewissen Schwelle ins Gegenteil verkehrt, wenn die Risikoaversion des Management überwiegt. Die Studie von FRIEND/LANG kommt zudem zum Schluss, dass Unternehmen mit grossen externen Aktionären durchschonlich *höhere Fremdkapitalanteile* aufweisen¹³⁹. Dies wird damit erklärt, dass gut diversifizierte externe Aktionäre einen höheren Fremdkapitalanteil als das risikoverse Management anstreben und in der Lage sind, eine zu starke Reduktion des Fremdkapitalanteils zu verhindern.

8. Die Identität grosser Aktionäre

a) Aktive und passive Blockaktionäre

Im Gegensatz zu ZECKHAUSER/POUND (1990) weisen andere empirische Studien nur dann einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Performance einer Unternehmung und der Präsenz eines externen Grossaktionärs aus, wenn nach den Eigenschaften oder der Identität der kontrollierenden Aktionäre unterschieden wird¹⁴⁰. Eine Reihe von empirischen Arbeiten lassen erkennen, dass im Zusammenhang mit der Bekanntgabe des Erwerbs einer grossen Aktienposition übernormale Renditen entstehen¹⁴¹. Die relativ bessere Kursentwicklung der Aktien wird auf mittlere Frist aber wieder korrigiert, falls diese neuen Blockaktionäre keine Anstrengungen unternehmen, die Überwachungs- und Kontrollstrukturen der Unternehmung zu ändern, wie beispielsweise durch die Ankin-

digung einer Übernahme oder durch einen Wechsel des Management. Diese Resultate deuten darauf hin, dass die *Identität der externen Grossaktionäre eine wichtige Rolle spielt* und es auch passive Blockaktionäre gibt¹⁴². Diese Hypothese wird durch die Studie von MCCONNELL/SERVAES (1990) bestätigt, welche den Einfluss von Blockaktionären und institutionellen Investoren (als erklärende Variable) isoliert zu erfassen sucht. Ein *steigender Anteil institutioneller Investoren* korreliert (hochsignifikant) mit dem Wert einer Firma (gemessen mit Tobins's Q), während für die nicht weiter identifizierten Blockaktionäre kein Zusammenhang festgestellt wurde. Wird allerdings der Aktienanteil der nicht identifizierten Blockaktionäre mit dem der internen Aktionäre addiert, ergibt sich nach MCCONNELL/SERVAES eine signifikant positive Beziehung zum Wert der Firma, die auf eine Interaktion zwischen Insider-Aktionären und extremen Blockaktionären hindeutet¹⁴³.

b) Das Abstimmungsverhalten unterschiedlicher Typen von Grossaktionären

Die Rolle unterschiedlicher Gruppen von Grossaktionären ist in den USA auch anhand der *Abstimmungsresultate von «proxy contests»*¹⁴⁴ untersucht worden. Im Mittelpunkt des Interesses der Untersuchung von POUND (1988) steht das Abstimmungsverhalten der institutionellen Investoren. Ausgangspunkt sind eine Reihe teilweise entgegengesetzter Hypothesen. Die sog. *Monitoring-Hypothese* geht davon aus, dass diese Kategorie von Investoren aufgrund der Höhe ihrer Positionen einen Anreiz hat, bei einem Dissens mit der Unternehmensleitung von ihrem Stimmrecht Gebrauch zu machen und nicht einfach die Variante Verkauf bzw. Exit zu wählen. Gewisse Blockaktionäre können aber auch versuchen, mit dem Management auf Kosten der übrigen Aktionäre eine strategische Allianz einzugehen, wie beispielsweise mittels Kreuzbeteiligungen, die eine wirksame Kontrolle durch andere Aktionäre unterlaufen (*Hypothese strategischer Allianzen*)¹⁴⁵. Wie weiter oben ausgeführt wurde, unterliegen zudem insbesondere institutionelle Investoren aufgrund von Geschäftsbeziehungen oder anderen Abhän-

¹³⁸ KIM/SORENSEN (1986); AGRAWAL/MANDLER (1987); AMIHUD/LEV/TRAYLOR (1990). Einen

negativen Zusammenhang ergibt dagegen die Studie von FRIEND/LANG (1988), wobei der durchschnittliche Fremdkapitalanteil allerdings auch in dieser Studie für Unternehmen mit konzentriertem Aktienbesitz der Insider höher ist als der von Gesellschaften mit breitem Aktienbesitz.

¹³⁹ FRIEND/LANG (1988).

¹⁴⁰ Vgl. HOLDERNESS/SHEEHAN (1988); MCCONNELL/SERVAES (1990).

¹⁴¹ MICKELSON/RUBACK (1985); HOLDERNESS/SHEEHAN (1985); BARCLAY/HOLDERNESS (1990).

¹⁴² Vgl. MICKELSON/RUBACK (1985); BARCLAY/HOLDERNESS (1990). Dieses Resultat ist mit der Hypothese konsistent, dass die Angebotskurve für Aktien elastisch ist und sich ein Blockaktionär demnach entlang der Angebotskurve hochkaufen muss (siehe § 11, II, 5.a).

¹⁴³ Vgl. MCCONNELL/SERVAES (1990) 605.

¹⁴⁴ Die Studie von POUND (1988) 252, die sich auf eine Stichprobe von 100 «proxy contests» bezieht, unterscheidet folgende Arten von Aktionärsbeschlüssen: Kontrolle der Unternehmung (Übernahme oder Mehrheit des Board), partielle Kontrolle (Minderheit von Sitzen im Board), Antrag der Aktionäre zu einer spezifischen Änderung der Unternehmensstruktur oder -politik, Opposition gegen einen Beschlussantrag der Unternehmensleitung.

¹⁴⁵ POUND (1988) 242; HARD/SHERMAN (1987).

gleichen einer Reihe von Interessenkonflikten, die sie veranlassen, mit der Unternehmensführung zu stimmen (*Hypothese der Interessenskonflikte*).

c) Problem der adversen Selektion und glaubwürdige Signale

Aktionäre, die gegen einen Antrag des Management opponieren oder eigene Anträge stellen, sind möglicherweise mit einem Problem der adversen Selektion konfrontiert. Aufgrund von *Informationsasymmetrien* ist es für aussenstehende Aktionäre oft schwierig oder gar unmöglich, die Auswirkungen konfliktierender Vorschläge des Management und der opponierenden Aktionäre zu beurteilen. Dies gilt sowohl für Anträge, die eine *partielle Kontrolle* anstreben, wie auch für solche, die eine *Unternehmensübernahme* beinhalten¹⁴⁶. Für extreme Aktionäre kann es deshalb schwierig sein, zwischen «guten» und «schlechten» Kontrollaktionen zu unterscheiden. Aktionäre, die gegen das Management opponieren oder als Monitore auftreten wollen, können sich deshalb gezwungen sehen, ihre hehren Absichten anderen Aktionären zu signalisieren. Ein solches *Signal* kann darin bestehen, dass sie ihre Positionen vorgängig einer Abstimmung aufstrocken oder aber eine Verpflichtung eingehen, bei einem für sie erfolgreichen Aktionärsbeschluss ihre Blockposition auszubauen¹⁴⁷. Denker sind auch andere Signale, wenn man die Möglichkeit nicht ausschliesst, dass Blockaktionäre wegen der Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte kurzfristige Strategien gegen die Interessen längerfristig orientierter Aktionäre verfolgen können. Aktive Aktionäre können sich beispielsweise durch einen *Aktionärsbindungsvertrag* Verkaufsbeschränkungen auferlegen und damit glaubhaft signalisieren, dass sie langfristige Absichten hegen. All diese Vorkehrungen signalisieren die Bereitschaft eines aktiven Blockaktionärs, einen grösseren Teil des residualen Risikos zu tragen, das mit seinen von ihm vorgeschlagenen Anträgen und Strategien verbunden ist.

d) Unterschiede zwischen partieller und vollständiger Kontrolle

»Proxy contests«, die eine partielle Kontrolle anstreben, haben grundsätzlich einen anderen Charakter, als eigentliche Unternehmensübernahmen. Empirische Untersuchungen für die USA haben gezeigt, dass diejenigen »proxy contests« die höchste Erfolgsquote aufweisen, die über eine *Minorität von Sitzen im Board eine partielle Kontrolle anstreben*¹⁴⁸. Ob ein Blockaktionär letztlich eine partielle

¹⁴⁶ Vgl. POUND (1988) 244.

¹⁴⁷ POUND (1988) 245.

¹⁴⁸ POUND (1988) 251, stelle für »proxy contests«, die eine partielle Kontrolle anstreben, für eine Stichprobe von 100 Aktionärsbeschlüssen in den Jahren 1981 bis 1985 eine Erfolgsquote von über 77% fest, während bei »proxy contests«, in denen der dissidente Aktionär eine Mehrheit des Board beanspruche oder eine Unternehmensübernahme anstrebe, die Erfolgsquote lediglich bei 40% lag.

oder vollständige Kontrolle erlangen will, ist allerdings für aussenstehende Aktionäre vielfach nicht erkennbar sodass sich wiederum eine Art Problem der adversen Selektion ergeben kann. Da das Stimmverhalten wichtiger Aktionärsgruppen offenbar davon abhängt, ob eine partielle oder vollständige Kontrolle angestrebt wird, kann es sich deshalb für einen Blockaktionär lohnen, seine diesbezüglichen Absichten zu signalisieren. Als mögliche *Selbstbindungsmechanismen* eignen sich wiederum Aktionärsbindungsverträge oder Immobilisierungsabreden mit der Unternehmensführung, in denen sich der aktive Aktionär zumindest für eine bestimmte Frist verpflichtet, seine Aktienposition nicht weiter aufzustocken und keine Mehrheit im Verwaltungsrat anzustreben. Als glaubhafter Selbstbindungsmechanismus eignet sich grundsätzlich auch die *Reputation* eines Blockaktionärs¹⁴⁹.

Die empirischen Resultate der Studie von POUND (1988) lassen in den USA auf einen systematischen Einfluss des Aktienanteils institutioneller Investoren schliessen. Interessant ist dabei, dass der Einfluss institutioneller Investoren sehr stark davon abhängig ist, ob ein »proxy contest« eine partielle oder eine vollständige Kontrolle angestrebt wird. Auffallend ist aber auch, dass in den von POUND untersuchten Fällen der durchschnittliche *Aktienanteil der institutionellen Investoren* deutlich unter dem Marktdurchschnitt liegt¹⁵⁰. »Proxy contests« konzentrieren sich demnach auf Firmen, an denen institutionellen Investoren einen vergleichsweise kleinen Eigenkapitalanteil halten. Stark unterdurchschnittliche Aktienanteile dieser Klasse von Investoren lassen sich vor allem in den Fällen beobachten, in denen eine vollständige Kontrolle der Unternehmensführung angestrebt wird. Je grösser der Aktienanteil der institutionellen Investoren ist, desto höher ist zudem die Wahrscheinlichkeit, dass das Management bei unstrittenen Gesellschaftsentschlüssen obsiegt¹⁵¹.

Wie zu erwarten ist, nimmt mit steigendem Aktienanteil der opponierenden Aktionäre auch die Wahrscheinlichkeit zu, dass der Ausgang eines Aktionärsbeschlusses zu ihren Gunsten ausfällt. Da aber selbst in erfolgreichen »proxy contests« die dissidenten Aktionäre im Durchschnitt weniger als 14% der Stimmen auf sich vereinen, ist es nach POUND nicht in erster Linie die Stimmkraft, sondern die *Signalwirkung* der hinter einem solchen Anteil stehenden Verpflich-

¹⁴⁹ Ob solche Reputationsmechanismen glaubhaft sind, hängt nicht zuletzt davon ab, ob dem

eine partielle Kontrolle anstrebenden Grossaktionär Strategien der letzten Periode zur Verfügung stehen, welche diese Garantien wirkungslos machen. Gewinnt ein Aktionär durch die vollständige Übernahme einer Gesellschaft mehr als er an Reputationskapital verliert, sind Reputationsmechanismen keine glaubhaften Selbstbindungsmechanismen. Ein Beispiel für einen Grossaktionär mit einer hohen Reputation als langfristig orientierter »relationship investor« ist Warren Buffet's Berkshire Hathaway.

¹⁵⁰ POUND (1988) 252f.

¹⁵¹ POUND (1988) 254.

tung eines aktiven Aktionärs, welche die Erfolgswahrscheinlichkeit steigert¹⁵². Keine vergleichbaren Effekte wurden in dieser Studie für steigende Aktienanteile des Management festgestellt. Grössere Eigenkapitalanteile der Insider-Aktionäre wirken offenbar nicht im gleichen Ausmass als Signal wie die Positionen der dissidenten Aktionäre. Negativ mit dem Abstimmungserfolg aktiver Aktionäre korrelieren in der Studie von POUND auch die Aktienanteile der nicht näher unterschiedenen Blockaktionäre.

Die empirischen Resultate von POUND für die USA scheinen die Interessenkonflikt-Hypothese wie auch die Hypothese strategischer Allianzen zu bestätigen. Nicht gestützt wird dagegen die Hypothese, dass das Problem der kollektiven Aktion durch die Konzentration des Aktieneigentums in den Händen institutioneller Investoren entschärft wird. Aufgrund der Resultate von POUND müsste entgegen anderen Hypothesen deshalb vermutet werden, dass wachsende Aktienanteile der institutionellen Investoren den diskretionären Spielraum des Management tendenziell eher vergrössern¹⁵³. Immerhin sind «proxy contests», die eine partielle Kontrolle anstreben oder sich auf einzelne Anträge der dissidenten Investoren beschränken, wesentlich erfolgreicher als wenn die Aktionäre eine Mehrheit im Board und eine eigentliche Übernahme anstreben. POUND begründet dieses empirische Resultat in erster Linie damit, dass das Verlustrisiko bei einer partiellen Kontrolle für die übrigen Aktionäre kleiner ist, da die dissidenten Aktionäre aufgrund ihrer Minderheit im Board lediglich eine *aktive Rolle als Insider-Monitor* einnehmen, die Unternehmensstrategie aber nicht nachhaltig verändern können. Dass auch eine auf eine partielle Kontrolle zielende, aktive Aktionärsrolle einen gesellschaftlichen Wert hat, zeigt der empirische Befund von ROSENSTEIN/WYATT, die für die USA signifikant positive Kursreaktionen bei der Ernennung aussenstehender Board-Direktoren festgestellt haben.¹⁵⁴

9. Schlussfolgerungen

Auch wenn die empirischen Resultate, die sich vorwiegend auf die amerikanischen Märkte beziehen, nicht eins zu eins auf andere Märkte übertragen werden können, lassen sich daraus ohne Zweifel ein paar generelle Schlüsse ziehen, die auch für schweizerische Publikumsgesellschaften ihre Gültigkeit haben. *Kontrolle ist offenbar ein sehr vielschichtiges Problem*, das sich durch empirische Stu-

¹⁵² Vgl. POUND (1988) 261: «This suggests that the role played by dissident purchases is to signal commitment rather than to lock up the votes».

¹⁵³ Einschränkung gilt es hier anzumerken, dass die Studie von POUND sich auf die Jahre 1981 – 1985 und damit auf eine Zeitspanne vor dem eigentlichen Aufschwung des Shareholder Aktivismus in den USA bezieht.

¹⁵⁴ ROSENSTEIN/WYATT (1990).

dien nur beschränkt einfangen lässt, die sich notwendigerweise auf hochaggregierte Daten abstützen und zahlreiche methodische Probleme aufwerfen¹⁵⁵. Als *problematisch* erweisen sich insbesondere *einfache Kausalitäten*, wie beispielsweise die Annahme, dass Unternehmen umso besser geführt werden, je höher der Aktienanteil des Managements ist. Die empirische Evidenz lässt vielmehr auf eine Reihe von *gegenläufigen Effekten* schliessen, die zu Nichtlinearitäten zwischen der Kontrollstruktur und dem Wert einer Firma wie auch deren Kapitalstruktur führen, die zudem von Firma zu Firma variieren.

Eigentumsstrukturen umschreiben vor allem bei schweizerischen Publikumsgesellschaften die Kontrollstrukturen nicht vollständig. Insbesondere die *Kreditoren* sind über die zahlreichen Verwaltungsratsmandate der Banken in zahlreichen Firmen immer noch massgeblich an der Entscheidungskontrolle beteiligt. Die Auswirkungen einer solchen *überlappenden Kontrollstruktur anderer Stakeholders* sind bisher in empirischen Arbeiten noch kaum untersucht worden, da nicht nur in der Schweiz, sondern auch in den USA die entsprechenden Daten fehlen.

Bestätigt findet sich in zahlreichen empirischen Arbeiten die *Hypothese*, dass die *Identität der internen und insbesondere auch die der externen Aktionäre eine grosse Rolle spielt*. Insbesondere die Ergebnisse der Studie von POUND lassen Zweifel daran aufkommen, ob die zunehmende Konzentration des Aktieneigentums bei institutionellen Investoren automatisch zu einer wirkungsvolleren Überwachung des Managements führt oder ob nicht doch die Interessenkonflikte auf der Ebene der institutionellen Investoren und die rationale Apathie der Portfolio-Manager Probleme darstellen, die einer *regulatorischen Antwort* bedürfen. Das durch die empirischen Arbeiten bestätigte unterschiedliche Verhalten einzelner Gruppen von Aktionären und die möglicherweise überlappenden Kontrollstrukturen

¹⁵⁵ In der Literatur werden eine Reihe von methodischen Problemen diskutiert, welche den Erklärungsgehalt der einzelnen Studien teilweise relativieren. Die meisten empirischen Arbeiten versuchen nicht, den Einfluss anderer wichtiger Faktoren (Produktmärkte, Märkte für Unternehmenskontrolle, Lebenszykluseffekte etc.) auf die Performance zu isolieren, was zu verfälschten Ergebnissen führen kann. Beispielsweise lässt sich feststellen, dass Firmen die durch die Eigentümer kontrolliert werden, tendenziell jüngere Firmen mit viel versprechenderen Investitionsmöglichkeiten sind. Es ist deshalb nicht auszuschliessen, dass eine positive Korrelation des Aktienanteils des Managements mit dem Wert der Firma oder anderen Performance-Variablen primär durch den Lebenszyklus-Effekt und weniger durch die Kontrollstruktur determiniert wird (vgl. LECH/LEAFY 1991). Eine weitere methodische Schwäche der meisten Studien ist die Konzentration auf Performance-Variablen, welche die simultanen Effekte auf das Risiko unberücksichtigt lassen (LAWRYSKY 1984). Zu sehr unterschiedlichen Resultaten können auch Grösseneffekte führen, da die empirischen Resultate je nach Grösse der betrachteten Firmen stark voneinander abweichen können (LAWRYSKY 1984). Eine detaillierte Übersicht über die methodischen Probleme findet sich bei SHORR (1994).

anderer Stakeholders passen zu einer Theorie der Unternehmung, die *Aktiengenselschaften als instabile Koalitionen* beschreibt. *Transparenz* über die Identität der Investoren und deren Positionen kann deshalb dazu beitragen, die Risiken und Erfolgchancen einer Kontrolle berechenbarer zu machen. Wertvolle Informationen vermitteln nicht nur die Angaben über die Identität grösserer Blockaktionäre, sondern auch solche über die Anteile von *wichtigen Aktionsgruppen mit allenfalls heterogenen Interessen* (Management, Arbeitnehmeraktionäre, institutionelle Investoren).

Die meisten neueren Studien bestätigen, dass *aktive Aktionäre in der Lage sind, den Wert einer Unternehmung zu steigern*. Dies gilt insbesondere auch für Blockaktionäre, die nicht über ein eigentliches Kontrollpaket verfügen und daher nur eine *partielle Kontrolle* der Firma anstreben oder sich auf ein externes Monitoring beschränken. Insbesondere institutionelle Investoren scheinen aktiven Aktionärsstrategien, die auf ein *permanentes Monitoring* ausgelegt sind, wesentlich positiver gegenüberzustehen als einem eigentlichen Kontrollwechsel. Ein solches Verhalten ist abgesehen von Interessenskonflikten vor allem deshalb plausibel, weil die Risiken einer partiellen Kontrolle in der Regel weniger hoch als bei auf Übernahmen ausgelegten Aktionärsstrategien sind¹⁵⁶. Da die zahlreichen Studien fast ausnahmslos als *Querschnittsuntersuchungen* angelegt sind, werden gut und weniger gut geführte Unternehmen miteinander aufgerechnet. Da zahlreiche Unternehmen unabhängig von der Kontrollstruktur effizient geführt werden, ist es deshalb nicht weiter erstaunlich, dass Untersuchungen insgesamt zwar vielfach *signifikant*, aber nicht unbedingt spektakuläre Resultate über die wertsteigernden Wirkungen einer Aktionärskontrolle ergeben. Dies muss jedoch *nicht notwendig bedeuten, dass im Einzelfall der Wert aktiver Aktionärsstrategien nicht beträchtlich höher sein kann*.

V. Die Rolle aktiver Aktionäre und ihre regulatorischen Konsequenzen

1. Sachwalterprobleme auf der Ebene der Unternehmen und der Ebene institutioneller Aktionäre

BERLE und MEANS haben es als unausweichlich erachtet, dass die modernen Grossunternehmen von Managern beherrscht werden, während die Eigentümer der Aktiengesellschaften weitgehend zur Passivität verurteilt sind. Die jüngste Entwicklung an den Kapitalmärkten geht dahin, dass eine *neue Gruppe von Investoren*

torren einen zunehmend grösseren Eigenkapitalanteil an Publikumsgesellschaften hält, der den Verwaltern dieser Gelder das *Potential* verleiht, dem Management gegenüber eine *aktive Rolle* zu übernehmen. Werden Manager von institutionellen Investoren überwacht, bedeutet das nichts anderes, als dass *eine Gruppe von Sachwaltern durch eine andere Gruppe von Sachwaltern kontrolliert wird*¹⁵⁷. Aus normativer Warte betrachtet würde es wenig Sinn machen, wenn die Kontrolle der Aktionäre letztlich dazu führt, dass Sachwalterkosten auf der Ebene der Unternehmung durch ebenso hohe Sachwalterkosten auf der Ebene der institutionellen Investoren ersetzt werden¹⁵⁸.

Eine Reihe von Gründen sprechen allerdings dafür, dass die *Sachwalterproblematik auf der Ebene der Verwalter institutioneller Gelder einfacher zu lösen ist als auf der Ebene der Unternehmung*. Zum einen ist es einfacher, Portfolio-Manager zu überwachen als Unternehmensmanager, da sich die Ziele und Aufgaben der ersteren (Optimierung der Performance unter Risikorestriktionen) klarer definieren und ihre Erfüllung auch leichter kontrollieren lassen als die Qualität unternehmerischer Entscheide¹⁵⁹. Zum anderen ist das *Misbrauchspotential aktiver Aktionäre* aufgrund der obigen Analyse primär auf zwei möglichen Strategien beschränkt, die mit unerwünschten allokativen oder distributiven Wirkungen verbunden sind. Die erste besteht darin, Verhaltensänderungen des Managements zu erzwingen, die der *kurzsichtigen Optik der Kapitalmärkte* entsprechen. Ein solches Vorgehen setzt selbstverständlich voraus, dass Kapitalmärkte aktuelle und zukünftige Gewinne im Sinne der Myopia-Hypothese zumindest zeitweise oder in einigen Branchen falsch bewerten. Eine zweite aus normativer Warte unerwünschte Strategie aktiver Aktionäre geht dahin, allenfalls in Koalition mit dem Management *Vermögensverschiebungen zu Lasten anderer Aktionäre* im Sinne *privater Vorteile* durchzusetzen.

2. Zum Zielkonflikt zwischen Kontrolle und Liquidität

Während die letztere Strategie aktiver Aktionäre durch geeignete rechtliche Normen weitgehend eingeschränkt werden kann, sind die Zusammenhänge zwischen dem Recht und der Myopia-Problematik komplexer und teilweise auch mehr indirekter Natur. Hinzu kommt, dass aktive Aktionäre eine allfällige kurzfristige Optik der Kapitalmärkte nicht notwendig verstärken müssen, sondern auch *wesentlich dazu beitragen können, dass Unternehmen eine bezüglich den gesellschaftlichen Zeitpräferenzen optimale Investitionspolitik verfolgen*. Langfristig ori-

¹⁵⁷ Vgl. VARIAN (1990); BLACK (1992b) 817.

¹⁵⁸ Vgl. COPPEE (1991) 1336: «The substitution of institutional investors for previous monitors, such as family groups, carries with it the risk that new agency costs will be substituted for old ones». Im gleichen Sinne BLACK (1992b) 817.

¹⁵⁹ Vgl. auch BLACK (1992b) 850.

enterte Kontrollaktionäre bilden einen möglichen *Korrekturmehanismus*, wenn etwa Manager auch ohne Druck der Investoren und Kapitalmärkte kurzfristige Strategien verfolgen¹⁶⁰, die aktuellen Gewinne aufblähen oder die Gewinnvolatilität vergrössern. Ein solches Verhalten ist vor allem dann zu erwarten, wenn Manager über Anreizstrukturen verfügen, die mit einer langfristigen Maximierung des fundamentalen Wertes einer Unternehmung inkompatibel sind¹⁶¹. Langfristig orientierte Investoren haben ein Interesse daran, solche Anreizstrukturen zu korrigieren und das Management von einem allfälligen Druck kurzfristiger Kapitalmärkte zu entlasten. Auch wenn die Wirtschaftswissenschaften keine sicheren Aussagen darüber machen können, ob und wie stark Aktienmärkte eine Schlagsseite in Richtung kurzer Fristen aufweisen, lässt sich zumindest das Profil aktiver institutioneller Aktionäre beschreiben, die in jedem Fall Gewähr für ein geringes Missbrauchspotential bieten. Es sind dies *langfristig orientierte Investoren, die sich glaubwürdig immobilisiert haben und keine kurzfristigen Trading-Strategien verfolgen*.

Die wachsende Konzentration des Aktienbesizes in den Händen weniger institutioneller Portfolio-Manager birgt deshalb nur dann *Risiken*, wenn die Kontrolle mit einer hohen Liquidität gekoppelt ist¹⁶². Einzelne Blockaktionäre sind allein aufgrund der Grösse ihrer Positionen glaubhafte Langfristinvestoren, während andere Grossaktionäre je nach Marktsituation über attraktive Exit-Strategien verfügen, die zu einer Verbindung von Kontrolle und Liquidität führen. Spieltheoretische Überlegungen lassen erwarten, dass die Aktionärskontrolle vor allem dann wirkungsvoll ist, wenn Aktionäre und Management möglichst reibungslos zusammenwirken. In einem solchen «kooperativen Spiel» kann es aufgrund des *Tradeloffs zwischen Kontrolle und Liquidität* Sinn machen, dass das Management ein Eingehen auf die Forderungen gewichtiger aktiver Aktionäre davon abhängig macht, dass sich diese glaubhaft immobilisieren¹⁶³. Im Gegen-

¹⁶⁰ Vgl. auch Htt (1990) 308ff, BRACK (1992a) 862, die darauf hinweisen, dass institutionelle Investoren nicht systematisch eine kurzfristige Optik haben. Dies lässt sich etwa damit belegen, dass institutionelle Investoren in den USA einen überproportionalen Anteil von Unternehmen mit einem hohen Tobin Q halten, d.h. Firmen mit in der Regel hohem Wachstum, tiefen Dividenden und Auszahlungen, die weit in der Zukunft liegen.

¹⁶¹ Vgl. dazu insbesondere die empirische Studie über Anreizsysteme für Manager amerikanischer Unternehmen von DECHOW/SLOWN (1991). Falsche Anreizstrukturen entstehen bei Managern beispielsweise als Folge von «last period»-Problemen (hohes Alter, grosse einmalige private Gewinne etc.) oder etwa aufgrund von an kurzen Perioden ausgerichteten oder asymmetrischen Entlohnungssystemen.

¹⁶² Vgl. COFFEE (1991b) 1329: «In each case, it will suggest that the problem lies less in institutional monitoring itself than in its combination with easy liquidity».

¹⁶³ Aufgrund der Reziprozität der Verhältnisse hat umgekehrt ein Management keine guten Argumente gegen Restrukturierungsforderungen aktiver Aktionäre, sofern diese glaubhaft eine langfristige Strategie verfolgen.

satz zu (unfreundlichen) Unternehmensübernahmen, die mit einem vollständigen Wechsel der Verfügungsmacht über die unternehmerischen Ressourcen verbunden sind, hat es das Management bei einer partiellen Kontrolle zumindest teilweise in der Hand, ein Mehr an Kontrolle von einer Reduktion der Liquidität der Kontrolleure abhängig zu machen und die *Investoren nach ihrem Anlagehorizont zu selektionieren*¹⁶⁴. Verhält sich das Management umgekehrt gegenüber den berechtigten Forderungen aktiver Aktionäre nicht kooperativ, sind letztere auf einen *Stimmwechsellösungsmechanismus* angewiesen, der so wenig wie möglich durch das Management manipuliert werden kann. Übernahmeregulierungen sehen deshalb vielfach vor, dass das Management bei unfreundlichen Takeovers gewisse Transaktionen, die eine Verschiebung der Stimmrechte oder eine Veränderung des Unternehmenswertes bewirken, nicht vornehmen kann. Aufgrund der identischen Grundproblematik stellt sich für das Gesellschaftsrecht die Frage, ob ein entsprechender Zwang zur Passivität nicht auch bei umstrittenen Aktionärsbeschlüssen relevant wird, die eine *partielle Kontrolle* bzw. ein Monitoring anstreben¹⁶⁵.

3. Reduktion der Kosten partieller Kontrolle (Monitoring)

Überregulierungen, Interessenkonflikte und das Problem der rationalen Apathie auf der Ebene der institutionellen Investoren lassen erwarten, dass die neuen Grossaktionäre die Manager auch in Zukunft eher zu wenig als zu viel «kontrollieren»¹⁶⁶. Eine ähnliche hemmende Wirkung geht auch von gesellschaftsrechtlichen Normen aus, welche die Kosten der Kontrolle erhöhen, wie beispielsweise hohe Prozesskosten und -risiken bei Aktionärsklagen, Einschränkungen von Traktandierungsrechten, «agenda manipulation», hohe Informationskosten, eine wenig funktionsfähige institutionelle Stimmrechtsvertretung, Rechtsunsicherheiten bezüglich der Zurechnung und Gültigkeit von Stimmrechten¹⁶⁷, falsch konzipierte Insidernormen, fehlende Rechtsbehelfe gegen Druckersuche des Managements auf einzelne Aktionäre etc. Eine adäquate regulatorische Strategie geht deshalb dahin, rechtliche Regeln einzuführen, welche die Kontrollkosten

¹⁶⁴ Im Gegensatz zu einem Kontrollwechsel kann eine Unternehmung bei einer partiellen Kontrolle deshalb nach «guten» und «schlechten» Rädern selektionieren (Vgl. dazu die Untersuchung über die von unterschiedlichen US-Rädern verfolgten Strategien HOLDENNESS/SHEPHERD (1985)).

¹⁶⁵ Dies gilt beispielsweise für den Rückkauf eigener Aktien, die eine Neutralisierung von Aktionärsstimmen bewirken, die potentiell auf der Seite eines aktiven Aktionärs stehen und die auf eine Destabilisierung kritischer Aktionärsgruppen ausgerichtet sind.

¹⁶⁶ Ein zentrales Anreizproblem besteht nach ROCK (1991) 497, vor allem darin, dass «a benefit for all shareholders is not a benefit for money managers», weil Portfolio-Manager vor allem an ihrer relativen Performance gemessen werden.

¹⁶⁷ Vgl. FISCHER (1998).

reduzieren und Regulierungen abzubauen, welche die Variante Exit einseitig bevorzugen¹⁶⁸. Dies setzt zumindest in Teilbereichen eine *funktionelle Harmonisierung* anderer Regelungsbereiche (Pensionskassengesetz, Anlagengesetz etc.) mit dem Aktienrecht voraus, welche auf einer *Gesamtsicht der Sachwalterproblematik* auf der Ebene der Gesellschaft wie auf der Ebene der institutionellen Investoren beruht.

4. Institutionelle Schutzmechanismen gegen Vermögensverschiebungen

Mögliche Interessenkonflikte und von Kontrollaktionären angestrebte *Vermögensverschiebungen*, die auf Kosten passiver Aktionäre gehen, lassen sich weitgehend durch adäquate rechtliche Normen (z. B. Gleichbehandlungsgebot, Insiderregulierung, Manipulationsverbot etc.) entschärfen bzw. vermeiden¹⁶⁹. Institutionelle Investoren sind zudem fast immer *«repeat players»*¹⁷⁰, sodass missbräuchliche Verhaltensweisen auch durch Reputationseffekte eingeschränkt werden. An Umverteilungen auf Kosten der Obligationäre haben zahlreiche institutionelle Investoren allein schon deshalb kein Interesse, weil sie gleichzeitig grosse Obligationen-Portefeuilles besitzen. Ähnlich wie informationseffiziente Märkte Kleinanleger automatisch vor einer Ausbeutung durch besser informierte Marktteilnehmer schützen, profitieren die privaten Anleger quasi kostenlos von den Anstrengungen aktiver Grossaktionäre¹⁷¹. Rechtliche Regeln, welche die Kontrolle durch aktive Aktionäre erleichtern und gleichzeitig Vermögensverschiebungen auf Kosten der übrigen Investoren erschweren, bergen deshalb das Potenzial, den Wert einer Unternehmung für alle Aktionäre nachhaltig zu erhöhen, die Kapitalkosten zu reduzieren und die Kurzsichtigkeit der Märkte wie auch die des Managements zu beheben.

5. Partielle Kontrolle versus Kontrollwechsel durch Unternehmensübernahmen

Aufgrund der hohen Transaktionskosten von unfreundlichen Unternehmensübernahmen ist in der amerikanischen Rechtslehre wiederholt der *Vorschlag*

¹⁶⁸ Vgl. auch COFFEY (1991b) 1289, der die folgende regulatorische Strategie vorschlägt: «(R)estrict exit to encourage voice».

¹⁶⁹ In diesem Sinne BLACK (1992b) 883: «(C)onflicts can be partly controlled by law».

¹⁷⁰ Ausführlich COFFEY (1990) 1543f.

¹⁷¹ Ausführlich BLACK (1992b) 871, wonach es sich bei diesem Trittbrettfahrerphänomen um einen Fall handelt, den MARCOUR OLSON (1971) als «Ausbeutung des Grossen durch den Kleinen» charakterisiert hat.

gemacht worden, dass das Recht die *Überwachung des Managements durch aktive institutionelle Investoren erleichtern*, Unternehmensübernahmen durch sog. *Raider und andere Intermediäre oder Arbitrageure hingegen erschweren* solle¹⁷². Dagegen lässt sich argumentieren, dass die hohen Prämien bei unfreundlichen Übernahmen ein gewichtiges Indiz dafür sind, dass es *hoher innerbetrieblicher Ineffizienzen* bedarf, bis die Disziplinierungswirkung der Märkte für Unternehmenskontrolle greift. Die Übernahmeregulierungen enthalten in den meisten Ländern ohnehin zahlreiche rechtliche Normen, welche unfreundliche Takeovers für den Bieter verteuern (Meldepflichten, Gleichbehandlungsgebot, Preisvorschriften etc.)¹⁷³. Eine regulatorische Strategie, welche Unternehmensübernahmen weiter verteuert und die Kontrollprämie des Bieters reduziert, scheint deshalb nicht angebracht. Dies auch deshalb, weil eine partielle Kontrolle durch aktive Aktionäre die Kooperationsbereitschaft des Managements voraussetzt. Kommt es zu Konflikten mit dem Management, ist eine unfreundliche Übernahme für aktive Aktionäre allenfalls die einzige Strategie, grössere Verluste auf ihren Blockpositionen zu vermeiden¹⁷⁴.

Hingegen scheint es angebracht, die regulatorischen Anstrengungen darauf zu konzentrieren, *rechtliche Hindernisse für aktive Aktionäre zu lockern* und das Aktienrecht wie auch andere Rechtsbereiche (v.a. Pensionskassengesetz und Anlagengesetz) vermehrt auf diese Gruppe von Investoren abzustimmen. Marktmechanismen, wie die extremen Kapitalmärkte und die Märkte für Unternehmenskontrolle, stellen zwar wichtige komplementäre Kontrollmechanismen dar. Angesichts der vergleichsweise geringen quantitativen Bedeutung der externen Kapitalmärkte als unternehmerische Finanzierungsquelle für grosskapitalisierte Publikumsgesellschaften und der *hohen Transaktionskosten der Kontrollmärkte* sind diese Mechanismen jedoch nicht in der Lage, die Rolle aktiver Aktionäre vollständig zu ersetzen. *Der mögliche soziale Nutzen durch eine aktive Kontrolle institutioneller und anderer Grossaktionäre dürfte deshalb insgesamt weit grösser als das damit verbundene Missbrauchspotenzial sein*¹⁷⁵. Eine regulatorische Strategie,

¹⁷² Vgl. COFFEY (1991b) 1368, dessen Vorschlag dahin geht: «(to allow) institutional investors to influence, but not directly control corporate decision making». In diesem Sinne auch DENT (1989) 914; LIPTON/ROSENBLUM (1991) 224ff; 240; GILSON/KRAAKMAN (1991) 871; BLACK (1992a) 887.

¹⁷³ Siehe auch § 8, V. 2.

¹⁷⁴ Vgl. COFFEY (1991b) 1311, der unfreundliche Unternehmensübernahmen als Mittel «of last resort» für aktive Aktionäre versteht.

¹⁷⁵ In diesem Sinne HU (199) 281: «Modern social science learning, however, suggests that biases can occur in either direction and that managers themselves are likely to be a far more important source of misbehavior than shareholders or the capital market.» Ähnlich BLACK (1992a) 831, wonach der potentielle Nutzen aktiver Aktionärsstrategien gross ist, während «(the) risk from institutional voice is small».

welche die Aktionäre verstärkt dazu anhält, mit den Füßen zu stimmen, ist im Vergleich zu einer Stärkung der rechtlichen Position aktiver Aktionäre sicherlich eine wohlfruchtbarerweise inferiore Variante. Für diese Sicht spricht auch, dass die Option Exit einzelnen Investoren aufgrund der schieren Grösse ihrer Positionen in ansonst liquiden Märkten nur noch beschränkt zur Verfügung steht. Eine rechtliche Aufwertung der Variante *voice* kann deshalb weit mehr zur Verbesserung der Allokationseffizienz von Publikumsaktiengesellschaften beitragen, als Normen, die in erster Linie eine Verbesserung der *Liquidity* anstreben.

Hinzu kommt, dass langfristig orientierte Investoren keine falschen Anreize haben, die aktuellen Gewinne auf Kosten der Investitionen in die Zukunft der Unternehmung aufzublähen. Diese Gruppe von Investoren kann deshalb ein Interesse daran haben, den Zeithorizont des Management durch geeignete Entlohnungssysteme (beispielsweise ein Aktien- oder Optionsprogramm, das sich an der langfristigen relativen Performance der Aktien innerhalb der Branche orientiert¹⁷⁹) zu verändern und damit zu verhindern, dass das Management eine kurzfristige Investitionspolitik verfolgt. Die direkte oder indirekte Mitwirkung aktiver Aktionäre an der *Ausgestaltung der Entlohnungssysteme* kann deshalb Teil einer effizienten Überwachung- und Befehlsstruktur sein.

Aufgrund ihrer monetären Interessen werden langfristige Investoren nur Restrukturierungen und Unternehmensübernahmen zustimmen, von denen erwartet werden kann, dass sie den fundamentalen Wert einer Unternehmung steigern und nicht reine Papiergewinne in myopischen bzw. fundamental ineffizienten Aktienmärkten darstellen. Dies gilt insbesondere für Übernahmen, bei denen die Unternehmung als Bieter auftritt und für die Aktionäre – wie empirische Studien bestätigen¹⁷⁷ – das Risiko besteht, dass ein zu hoher Preis bezahlt wird. In ineffizienten Märkten hat das Management aber nur dann Gewähr, dass ein aktiver Blockaktionäre nicht schnelle Gewinne versprechenden Restrukturierungen und fundamentalen Transaktionen zustimmt, wenn er seine Titel kurzfristig nicht frei verkaufen kann. Dies setzt eine *glaubhafte Immobilisierung* dieser Investoren voraus, sei dies aufgrund der Grösse ihrer Positionen, ihrer Reputation oder aber durch vertragliche Selbstbindungen. Das Management und gewisse Aktionärsgruppen können damit allenfalls ein beidseitiges Interesse haben, den Zeithorizont einer Aktienanlage auszuhandeln. Immobilisierungsabreden – beispielsweise durch zeitlich limitierte Verkaufsbeschränkungen in einem Aktionärsbindungsvertrag oder eigentliche Stillstandsvereinbarungen zwi-

sehen Aktionär und Unternehmung – stellen damit einen Mechanismus dar, mit dem die Unternehmen die Investoren nach ihrem zeitlichen Anlagehorizont selektionieren und auf eine an einer nachhaltigen Wertsteigerung orientierte Unternehmenspolitik verpflichten können¹⁷⁸.

6. Regulierungen und Kontrollprämien

Die hohen Kontrollprämien, die in der Regel bei Unternehmensübernahmen bezahlt werden, machen deutlich, dass Kontrollmärkte und Aktienmärkte für marginale Transaktionen *zwei verschiedene Märkte mit unterschiedlichen Preismechanismen* darstellen¹⁷⁹. Die eigentliche Kontrolle einer Unternehmung hat einen separaten Wert, das sie das Verfügungsrecht beinhaltet, die Vermögenswerte der Gesellschaft anders und möglicherweise effizienter zu verwenden. Wenn nicht nur Unternehmensübernahmen, sondern auch eine partielle Kontrolle die interne Allokationseffizienz massgeblich verbessern können, haben die Kontrollaktivitäten der Aktionäre unabhängig von informations- und alloktions-effizienten Aktienkursen einen separaten Wert. Streben aktive Aktionäre beispielsweise durch den Aufbau eines grösseren Aktienpaketes ein aktives Monitoring an, haben wir es wiederum mit zwei unterschiedlichen Märkten zu tun, die anderen Preismechanismen gehorchen. Diese analytische Unterscheidung kann für eine Reihe rechtlicher Fragen relevant sein, wie beispielsweise bei Schadenersatzforderungen von Gesellschaften gegenüber Kontrollaktionären¹⁸⁰, der Festlegung von «appraisal rights» etc. Rechtliche Normen, welche es den Aktionären ermöglichen, potentielle Kontrollaktionäre während der Aufbauphase einer Kontrollposition zu identifizieren, führen demgegenüber dazu, dass ein grösserer Anreiz des durch die Kontrollaktionäre zusätzlich geschaffenen Unternehmenswertes durch trittbreitfahrende Aktionäre kostenlos angeeignet werden kann. *Meldepflichten* über grössere Aktienpositionen können deshalb *die Kosten einer partiellen Kontrolle bzw. einer aktiven Aktionärsstrategie erhöhen* und mit negativen allokativen Effekten verbunden sein.

¹⁷⁸ Siehe § 8, v. 6. d).

¹⁷⁹ HADDOCK/MACEY/MCCHESENEY (1987) 708; JENSEN/RUBACK (1983); RERETTI (1988) 128; STOUT (1988) 687, 695.

¹⁸⁰ Bringt das Management einer Unternehmung eine Übernahmeofferte durch Abwehmassnahmen irgendwelcher Art zu Fall, ist es einleuchtend, dass die Unternehmung die erfolglose Bietersgesellschaft nicht für höhere Kapitalkosten haftbar machen kann, wenn die Aktienpreise aufgrund der verfolgten Übernahmephantasie wieder abbrechen. Analog kann auch für den Fall argumentiert werden, wenn ein Kontrollaktionär eine Verbesserung der internen Effizienz einer Unternehmung anstrebt und das Management mit Erfolg versucht, seinen Einfluss zurückzubinden. Sinkende Aktienpreise im Gefolge eines Konfliktes zwischen dem Management und einem potentiellen Kontrollaktionär widerspiegeln in diesem Falle die verfolgte Phantasie einer erfolgreichen aktiven Aktionärsstrategie.

¹⁷⁶ Vgl. WENGEN/KASERER (1998) 514ff., welche Beispiele für fehlspezifizierte und anreizvertragliche Optionspläne anführen.

¹⁷⁷ Vgl. ROLL (1986); JENSEN (1986, 1993); LEWELLEN/LODERER/ROSENFIELD (1985); MOKR/SCHLEIFER/VISSNY (1990); KAPLAN/WEISBACH (1990); BLANCHARD/LOPEZ-DE-SILANES/SCHLEIFER (1994); LANG/STULTZ/WALKING (1991); BERCHUCK (1994).

Die «noise trading» und Myopia-Theorien haben die *Aussagekraft von Marktpreisen als allgemeingültiger Standard für die Beurteilung unternehmerischer Transaktionen relativiert*. Höhere Aktienpreise als Reaktionen auf Unternehmensübernahmen oder Restrukturierungen sind gemäss der Abschlags-Hypothese nicht notwendig mit einer Erhöhung des Wertes einer Unternehmung gleichzusetzen. In allokatonsineffizienten und kurzfristigen Märkten können sie unter bestimmten Voraussetzungen reine *Papierprofite* darstellen und mit einer Verschwendung realer Ressourcen einhergehen. Zentraler Massstab für die Beurteilung dieser Transaktionen sind daher nicht in erster Linie die Kursreaktionen, sondern die Auswirkungen auf den fundamentalen Wert der Unternehmung bzw. der Aktien: «(Social welfare is enhanced only if the fundamental value of a stock increases)¹⁸¹. Diese Differenzierung ist vor allem dann relevant, wenn man nach einem geeigneten Standard sucht, an dem sich die Treupflicht des Managements ausrichten kann. Geht man davon aus, dass Aktienmärkte weitgehend allokatonsineffizient sind, lässt sich für das Management aus der Perspektive des vertragstheoretischen Ansatzes die simple *Maxime* ableiten, die *Aktienkurse zu maximieren*. Schliesst man hingegen die Möglichkeit nicht aus, dass Aktienmärkte allokatonsineffizient und kurzfristig sein können, hat sich die Sorgfalts- und Treupflicht der Gesellschaftsorgane an der *Maximierung des fundamentalen Wertes der Aktiengesellschaft unter Berücksichtigung der Zeit- und Risikopräferenzen des Marktes auszurichten*. Damit verfügt das Recht zumindest über einen theoretisch richtigen Standard, an dem die Handlungen des Managements beurteilt werden können, auch wenn es schwierig ist, diesen in der Praxis zu operationalisieren.

7. Der Typus des diversifizierten Anlegers als regulatorischer Standard

Wie wir gesehen haben, gibt es eine Reihe von guten Gründen, aktien- und kapitalmarktrechtliche Normen und den Anlegerschutz auf *ausreichend diversifizierte Anleger* auszurichten. Eine Relativierung dieses Grundprinzips kann sich allenfalls dann ergeben, wenn Aktionäre gute Gründe haben, ihre Anlagen nicht zu diversifizieren und sie – aus was für Gründen auch immer – über illiquide Positionen verfügen. So macht es beispielsweise Sinn, bei *geschlossenen Aktiengesellschaften* nicht die Zeit- und Risikopräferenzen des Marktes, sondern die der wichtigsten Aktionäre als Massstab für das unternehmerische Handeln beizuziehen. Eine Berücksichtigung der Interessen nicht ausreichend diversifizierter Aktionäre kann sich allenfalls auch bei Kontrollaktionären aufdrängen. Sind bestimmte Aktionärsgruppen in der Lage, durch ihre Kontrolle und Überwachung die operative Effizienz einer Unternehmung spürbar zu steigern und

die Sachwalterkosten entsprechend zu senken, gibt es für Kontrollaktionäre rationale Gründe, keine diversifizierten Aktien-Portfolios zu halten. Da diese Aktionäre für gewisse Entscheide des Managements verletzlicher sind und die Kontrollaktivitäten letztlich im Interesse aller Aktionäre liegen, kann es sich bei einzelnen Normen entgegen der prominenten Meinung von EASTERBROOK/FISCHEL¹⁸² aufdrängen, den Anlegerschutz nicht am Standard ausreichend diversifizierter Aktionäre auszurichten.

8. Institutionelle Mechanismen zur Reduktion der Sachwalterkosten

Es besteht eine eindruckliche theoretische und empirische Evidenz, die belegt, dass die *interne Kapitalallokation in Publikums-gesellschaften Funktionsmängel* aufweisen kann. Entsprechend gross ist auch das theoretische Potenzial für eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes, falls es gelingt, institutionelle Mechanismen zu finden, welche die Sachwalterkosten drastisch senken. Vor allem in den USA lässt sich beobachten, dass die Märkte als Antwort auf diese Problematik vergleichsweise *kostspielige Disziplinierungsmechanismen* entwickelt haben, wie unfreundliche Unternehmensübernahmen oder kreditfinanzierte Unternehmensübernahmen durch das Management. Weniger disruptiv und permanent wirkende Kontrollmechanismen, wie die wirkungsvolle Kontrolle des Managements durch aktive Blockaktionäre, haben erst in den letzten Jahren und teilweise begrenzt auf die USA als neu entstandener *Spareholder Aktivismus* an Bedeutung gewonnen. Dass sich am Markt aus sozialer Warte vergleichsweise teure Mechanismen (Märkte für Unternehmenskontrolle und Märkte für Kontrollintermediäre) durchgesetzt haben, kann damit erklärt werden, dass die Kontrolle des Managements ein öffentliches Gut darstellt. Da die Märkte nicht notwendig optimale institutionelle Formen für das Problem der kollektiven Aktion und der rationalen Apathie entwickeln, kann es deshalb eine Aufgabe des Aktienrechts sein, effizientere institutionelle Lösungen zu erleichtern oder in Form von Standardkontrakten den Kontrahenten des Gesellschaftsvertrages zur Verfügung zu stellen¹⁸³.

¹⁸² EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 29f.

¹⁸³ Ein neuer in der US-Rechtslehre vieldiskutierter Kontrollmechanismus sind beispielsweise ausstehende, in jeder Hinsicht unabhängige Verwaltungsräte oder aus solchen Personen zusammengesetzte «intrinsic value committees», die über adäquate Anreizmechanismen verfügen, und als Kontroll- und Informationsintermediäre gewichtiger Investoren eingesetzt werden (ausführlich hierzu mit Bezug auf die internationale Corporate Governance Diskussion BÖCKL, 1999, 12f.; ZEHNDER, 1999, 29). Das Gesellschaftsrecht kann es den Akteuren der Gesellschaft zum einen erleichtern, solche Kontrollmechanismen in den Statuten zu verankern. Zum andern kann es diese Überwachungsmechanismen allenfalls auch als Standardformvertrag den Parteien anbieten oder als zwingend erklären.

9. Vom Minderheitenschutz zur «good» Corporate Governance

Die Verstärkung des Minderheitenschutzes ist wiederholt als eine der zentralen Zielsetzungen und Errungenschaften des geltenden schweizerischen Aktienrechts gepriesen worden.¹⁸⁴ Wie WALTER¹⁸⁵ ausführt, mag dieses Schutzziel für nicht-kotierte Klein- und Familienunternehmen durchaus seine Berechtigung haben. Bei Publikumsgesellschaften ist der *Fokus im Minderheitenschutz* jedoch ein völlig verschiedener: «der Kleinaktionär einer Publikumsgesellschaft muss selten vor Mißaktionen geschützt werden, ihm geht es um die Frage, wie seinen Interessen einem übermächtigen und kaum kontrollierbaren VR gegenüber geholfen werden kann...». Die Verwirklichung einer formalen Aktionärsdemokratie nützt dem Publikumaktionär recht wenig¹⁸⁶. Auf den einzelnen Aktionär ausgerichtete Schutzrechte vermögen für sich allein die Aktionäre vor gewissen Risiken nicht zu schützen. Entsprechend gebietet es sich aus normativer Warte, verstärkt auch die *Funktionsbedingungen rechtlicher Institutionen*, wie etwa des Stimmrechtsmechanismus und der institutionellen Stimmrechtsvertretung, auf ihren effektiven Beitrag zur Lösung der Agenturproblematik zu untersuchen und allenfalls daraus Verbesserungen abzuleiten¹⁸⁷. Aus den vorstehenden Ausführungen ergibt sich im weiteren, dass das zentrale Interesse der (Minderheits-)Aktionäre auf die interne und externe allokatve Effizienz von Kapitalmärkten und Unternehmungen ausgerichtet ist. Ziel des Aktienrechtes muss – wie in den OECD-Grundsätzen der Corporate Governance festgelegt¹⁸⁸ – es deshalb sein, die rechtlichen Voraussetzungen für «gute Unternehmenssteuerungsstrukturen» zu schaffen und damit – in der Sprache der ÖAR – die Agenturkosten zu senken. Ähnlich wie Minderheitsaktionäre sich bei funktionierenden Kapitalmärkten auf eine effiziente und letztlich auch gerechte Preissetzung verlassen dürfen, können Kleinaktionäre auch als Trittbrettfahrer von den Anstrengungen aktiver Blockaktionäre profitieren. Rechtsnormen, welche auf Mitsprache (voice) angelegte Aktionärsstrategien erleichtern und dazu beitragen, in erhöhtem (m) Masseduldiges langfristiges Kapital anzuziehen¹⁸⁹, bilden mithin einen weit effizienteren Aktionärschutz als auf den Einzelaktionär ausgerichtete Mitwirkungs-

184

Anstelle vieler FORSTMOSER/MEIER-HAVOZ/NOBEL (1996) § 3 N 55ff., vgl. auch Botschaft (1983) 23, wonach «(d)ie Verstärkung des Minderheitenschutzes ... nicht durch Statuierung grosser Prinzipien, sondern durch Verbesserung der Information, Lockerung der Vinkulierung, Schutz des Bezugsrechtes, Erleichterung der Ausübung der Klagerechte und andere konkrete Massnahmen (erfolgt)».

185

WALTER (1993) 118; ebenso VON GREYERZ (1976) 55.

186

Vgl. auch Bär (1992) 406ff. Skeptisch gegenüber Ansätzen, die auf eine Verwirklichung der Aktionärsdemokratie hinzielden, NOBEL (1995) 1059.

187

Siehe § 12.

188

OECD-Grundsätze der Corporate Governance, abgedruckt in SIEBERT (1999) 340.

189

OECD-Grundsätze der Corporate Governance (1999) 340.

und Klagerechte. Das schweizerische Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht weist – wie in § 13 weiter ausgeführt wird – demgegenüber eine gewisse Tendenz auf, einerseits Aktionäre in die *Passivität zu regulieren*¹⁹⁰ und andererseits *isolierte Regeln für einen disziplinierenden Markt der Unternehmenskontrolle* zu schaffen, welche die Kontrollproblematik allein auf den Zeitpunkt einer Übernahme fokussieren. Ein solcher Ansatz vergisst, dass verbesserte Governance-Strukturen als *permanentes Monitoring* bzw. partielle Kontrolle disziplinierende Übernahmen überflüssig machen und ein hohes Potential bergen, die *interne Kapitalallokation von Publikumsgesellschaften auf Dauer zu verbessern*. Mit guten Gründen liesse sich zudem vertreten, dass das eigentliche rechtstatssächliche Problem im Umfeld von Unternehmensübernahmen nicht die in ihrer Wirkung ohnehin zweiseitige Gleichbehandlung der Aktionäre ist. Aus der Sicht der einzelnen Aktionäre wie auch aus gesamtgesellschaftlicher Warte ein mindestens ebenso wichtiges Aktionärsrisiko sind die zu hohen Kontrollprämien, die wiederholt von einzelnen Bietern bezahlt werden¹⁹¹, – ein Schwallerproblem, das tendenziell ebenfalls durch verbesserte Unternehmenssteuerungsstrukturen und eine engere Überwachung durch ein stärker konzentriertes Aktionariat gemildert werden kann.

Ein Aktienrecht, das die Konzentration der Aktionäre und langfristige, auf Mitsprache ausgelegte Aktionärsstrategien nicht zusätzlich erschwert, wird mit dem Problem konfrontiert, dass Strategien von Blockaktionären nicht immer nur auf die Verbesserung der Corporate Governance ausgerichtet sind, sondern allenfalls primär die Erzielung *privater Vorteile* auf Kosten der übrigen Aktionäre anstreben. Besonders hohe Aktionärsrisiken können in diesem Zusammenhang bei sog. *fundamentalen Transaktionen* entstehen, die mit *hohen distributiven Wirkungen* verbunden sind und bei denen es allenfalls zu offenen oder verstreuten Koalitionen zwischen Management und einzelnen Blockaktionären kommen kann. Diese neuen Risiken der Minderheitsaktionäre lassen sich zum einen über den Schutzmechanismus der Treue- und der Gleichbehandlungspflicht und zum anderen auch durch ein *Austrittsrecht* nach dem Muster der amerikanischen appraisal rights kontrollieren. Letzteres stellt damit auch für schweizerische Publikumsgesellschaften eine valable rechtspolitische Option dar. Insgesamt kann deshalb mit SHLEIFER/VISHNY davon ausgegangen werden, «(that concentrated ownership can be an effective method of corporate governance provided that at least some legal protection of minority investors is in place»¹⁹².

190

PORTER (1992) 13.

191

Gemeint ist hier die Bezahlung einer zu hohen Kontrollprämie auf Kosten der Aktionäre der Bietergesellschaft im Sinne der Hybrid-Hypothese von ROLL (1986) 197ff.

192

SHLEIFER/VISHNY (1997) 769ff.

In der schweizerischen Lehre wird verschiedentlich der Standpunkt vertreten, dass Minderheitsaktionäre in Publikumsgesellschaften ausreichend geschützt sind, wenn ein funktionsfähiger Kapitalmarkt besteht, der *den Aktionären einen Ausstritt garantiert*¹⁹³. Die Schaffung transparenter und funktionsfähiger Kapitalmärkte hilft in einigen Fällen allerdings wenig, da sich die Aktionäre gesamthaft als Gruppe bei für sie nachteiligen Entwicklungen auch in hochliquiden Märkten nicht ohne extreme Folgen auf die Aktienkurse aus der Publikums-gesellschaft verabschieden können¹⁹⁴. Dem Aktienrecht stellt sich damit insbesondere für Publikumsgesellschaften die Gestaltungsaufgabe, adäquate rechtliche Normen und Institutionen zu schaffen, welche im Sinne einer «guten Corporate Governance»¹⁹⁵ die *interne Allokationseffizienz* von Publikumsgesellschaften und die *externe Allokationseffizienz* von Kapitalmärkten unter Berücksichtigung ihrer *distributiven Wirkungen* verbessern. Aktienrecht wie auch zahlreiche kapitalmarktrechtliche Regelungen sind aus dieser Perspektive betrachtet nicht auf den Minderheitenschutz, sondern auf die Schaffung eines institutionellen Rahmens für eine *good corporate governance* ausgerichtet¹⁹⁶. *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht sind dabei notwendig verzahnt*¹⁹⁷, wobei angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung der Funktionsfähigkeit der internen Kapitalallokation in Grossunternehmen der Verbesserung der Überwachungs- und Befehlsstrukturen der Publikumsaktiengesellschaften eine zumindest ebenso wichtige Rolle zukommt wie der Verbesserung der Transparenz und Liquidität der externen Kapitalmärkte.

¹⁹³ a.M. WÄTTER (1993) 125.

¹⁹⁴ Ausführlich siehe § 7, I. 3.

¹⁹⁵ OECD-Grundsätze Corporate Governance (1999)

¹⁹⁶ In diesem Sinne auch HERRIG (1998a) 30, bezüglich Offenlegungspflichten: «... it is nowadays suggested that it is corporate governance, not investor protection, that is the prime justification for imposing disclosure requirements» (Hervorhebung d.d.V.).

¹⁹⁷ Einhellig zuzustimmen ist denn auch VON DER CRONE (1997) 45, wonach es funktional betrachtet nahe liegt, «unter dem Begriff Aktienrecht die Gesamtheit der Normen zu verstehen, die unmittelbar die Funktion der Aktiengesellschaft regeln. Zum Aktienrecht gehören in diesem Verständnis insbesondere auch die direkt ins Aktienrecht eingreifenden Bestimmungen des Börsengesetzes wie gerade Art. 32 über die Angebotspflicht».

4. Teil

Aktive Aktionäre und neue Fragestellungen für das Recht der Publikumsaktiengesellschaft